

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
BORZNI ZLOMI

Ljubljana, september 2008

PETER KASTELIC

IZJAVA

Študent PETER KASTELIC izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. PETRA GROZNIKA, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 BORZNI ZLOM IN BORZNI BALON	2
1.1 Opredelitev borznega zloma	2
1.2 Opredelitev borznega balona	2
1.2.1 Teorija o borznih balonih	4
2 TULIPOMANIJA.....	6
2.1 Kaj pravijo strokovnjaki?	7
3 PODJETJI MISSISSIPPI IN SOUTH SEA.....	9
3.1 Kaj pravijo strokovnjaki?	14
4 VELIKI BORZNI ZLOM LETA 1929.....	18
4.1 Kaj pravijo strokovnjaki?	21
5 BORZNI ZLOM LETA 1987	25
5.1 Kaj pravijo strokovnjaki?	29
6 ZLOM TEHNOLOŠKE BORZE NASDAQ.....	33
6.1 Kaj pravijo strokovnjaki?	35
7 PREGLED VZROKOV BORZNIH BALONOV	38
SKLEP.....	40
LITERATURA IN VIRI.....	42

KAZALO SLIK IN TABEL

Slika 1: Število prispelih ladij v Latinsko Ameriko s sužnji podjetja South Sea.....	17
Slika 2: Gibanje vrednosti indeksa DJIA med leti 1925 in 1935.....	21
Slika 3: Primerjava grafov indeksa DJIA v letih 1923-1929 ter 1981-1987.....	32
Slika 4: Zgodovinski graf borznega indeksa NASDAQ Composite	35
Tabela 1: Spremembe vrednosti svetovnih indeksov med 14. oktobrom in 3. novembrom 1987	29
Tabela 2: Prisotnost najpogostejših vzrokov za borzne balone pri proučevanih borznih zlomih	38

UVOD

Zgodovino borznih trgov spremljajo dobra in slaba obdobja, ki se skozi čas periodično ponavljajo. Z dobrim obdobjem imam v mislih predvsem rast borznih tečajev in obratno. Borza načeloma sledi nihanju gospodarske aktivnosti, a ne povsem. Ker igralci na trgu v danem trenutku ne razpolagajo z vsemi informacijami, torej teorija o učinkovitem trgu ne zdrži, se zgodi, da borzni tečaji v določenem obdobju skrenejo s tirnic. Če se od njih na krilih optimizma vlagateljev oddaljijo preveč, lahko govorimo o napihovanju borznega balona. Takšno stanje dolgoročno ni vzdržno, zato se borzni balon razpoči. Takrat govorimo o borznem zlomu, ki pomeni nagel padec borznih tečajev, posledice pa lahko vodijo v gospodarsko krizo.

V preteklosti se je napihnilo in počilo že mnogo borznih balonov. V pričujočem delu bom predstavil pet izmed največjih, ki so se zvrstili vse od 17. stoletja pa do danes. Uvodno poglavje je namenjeno predstavitvi teoretičnega vidika, v drugem do šestem pa sem po časovnem zaporedju predstavil pet borznih zlomov in njihove vzroke.

Naval kupcev na čebulice tulipanov v 17. stoletju na Nizozemskem je snov drugega poglavja, ki mu sledi poglavje o podjetjih South Sea in Mississippi, ki sta zaznamovala borzno dogajanje v 18. stoletju. V četrtem poglavju bom predstavil prvi večji borzni zlom 20. stoletja, ki mu je sledila največja ekonomska kriza, v petem pa borzni zlom v letu 1929, ko so vrednosti delniških tečajev doživele največji enodnevni padec v zgodovini. Temu bo sledil še opis zloma tehnološke borze Nasdaq ob prelomu tisočletja, ko je pojav interneta poskrbel za preoptimističen pogled vlagateljev na prihodnost.

Vendar namen diplomskega dela ni le predstavitev največjih borznih zlomov, temveč predvsem ugotavljanje vzrokov za te ekstremne dogodke. Zanima nas tudi primerjava pogledov nekoč in danes. Tradicionalna razlaga je enolična – borzne balone in borzne zlome povzročajo prekomerne špekulacije neracionalnih borznih igralcev, ki jih zapusti zdrav razum in s svojimi nakupi borzne tečaje potiskajo proti nebu toliko časa, da zmanjka moči tudi največjim optimistom in pride do borznega zloma. Vendar se s tem mnogi strokovnjaki sodobnega časa ne strinjajo. Vsako poglavje vsebuje mnenja strokovnjakov, ki so svoje delo posvetili raziskovanju in pojasnjevanju borznih zlomov. Sedmo poglavje služi pregledu vzrokov za nastanek proučevanih borznih balonov, iz katerega so razvidne nekatere podobnosti in razlike.

V sklepnem delu bom predstavil ugotovitve, do katerih sem prišel med proučevanjem ter podal svoje mnenje o tem, kaj se iz zgodovine zlomov lahko naučimo.

1 BORZNI ZLOM IN BORZNI BALON

1.1 Opredelitev borznega zloma

Borzni zlom je po definiciji oznaka za nagel padec borznih tečajev. Nevarnost borznega zloma narašča s hitrim večanjem borznih tečajev in z nakupi vrednostnih papirjev na kredit (Čas & Rotar, 1994, str. 24).

Zgornja definicija je posplošena, saj ne pove dosti o vzrokih in posledicah hitrega naraščanja tečajev, vendar se v literaturi nenehno pojavlja. Termin, ki se največkrat omenja v povezavi z borznim zlomom je borzni balon (tudi špekulativni borzni balon), saj naj bi bil ta predpogoj za borzni zlom.

Točne numerične definicije, kdaj govorimo o borznem zlomu in kdaj le o korekciji tečajev, ni. Borzna korekcija pomeni znižanje delniških tečajev, vsako znižanje tečajev pa še ni borzna korekcija. O korekciji govorimo šele, ko tečaji delnic v krajšem obdobju, nekaj zaporednih trgovalnih dneh, upadejo, pri čemer osrednji borzni indeks izgubi približno 10 odstotkov svoje vrednosti. Če pride do nadaljnjega ali bolj intenzivnega padanja tečajev, se korekcija hitro lahko prelevi v borzni zlom.

Zlomi se od zgolj negativnih, tako imenovanih medvedjih trendov, ločijo po paničnem prodajanju vrednostnih papirjev in strmem padcu v zelo kratkem časovnem obdobju. Medvedji trend je obdobje padanja tečajev, ki ga merimo v mesecih, letih ali celo desetletjih. Obratno, čas rasti borznih tečajev imenujemo bikovski trend.

Večina borznikov borzne balone in zlome povezuje s psihologijo množic. Kostolany (2002, str. 69) pravi, da so reakcije pri psihologiji množic kot nalezljive bolezni. V gledališču nekdo kihne in kmalu začnejo vsi kihati, nekdo zakašlja in kmalu kašljajo vsi. Prav tako je na borzi z nakupovanjem in prodajanjem vrednostnih papirjev.

Zgodovina borze je razpoznan skozi menjavo dobrih in slabih obdobj – balonov in borznih zlomov. Borzni balon se počasi napihuje v času prosperitete, potem pa povsem nepričakovano počí. Pri špekulacijah obstaja zakonitost: ni borznega zloma, ki ne bi sledil balonu in ni borznega balona, ki se ne bi končal z borznim zlomom (Kostolany, 2002, str. 70).

1.2 Opredelitev borznega balona

O **borznem balonu** govorimo v času optimizma na borzi, ko ob visokem prometu tržne cene vrednostnih papirjev zaradi pretiranega povpraševanja zrastejo visoko nad notranje vrednosti. Gre za ocenjeno vrednost delnice, ki jo izračunamo na podlagi (predvsem bilančnih) podatkov

o podjetju, upošteva načrtovane prihodnje donose in tveganje. Borzni baloni so največkrat rezultat "črednega nagona", ko investitorji v lovu za dobički, ki jih prinaša pozitiven trend, nepremišljeno kupujejo. Vključijo se tudi nepoučeni vlagatelji, ki ne poznajo zakonitosti borze. Vines (2005, str. 12) navaja naslednje vzroke za nastanek borznih balonov:

- trend, modna norost ali nov razvoj povzročijo nove investicije
- rastoče cene delnic povzročijo optimizem in pričakovanja o še višjih cenah
- prijazno okolje za ekonomsko rast podpira dobičkonosnost
- deregulacija in liberalizacija ustvari nove priložnosti, še posebej na trgih v razvoju
- nakupovalna mrzlica je spodbujena z veliko ponudbo kreditov
- nove izdaje delnic z namenom zadovoljiti povpraševanje
- pojav novih izvedenih finančnih instrumentov
- rasti delnic močno prehitijo rast obveznic
- ustvari se splošno dobro mnenje o trgu, od države do malih investorjev
- dobri rezultati upravljavce skladov naredijo še bolj drzne in neustrašne
- novice o spektakularnih profitih privabijo veliko število začetnikov na borzo
- upravljavci skladov in poklicni investitorji želijo ohraniti visok nivo donosov z vse večjim tveganjem

Borzni balon je za vlagatelje kratkoročno pozitiven, saj cene delnic rastejo, vendar pa na dolgi rok ne more vzdržati, tako da borznim balonom največkrat sledi borzni zlom in cene padejo še hitreje, kot so zrasle. To se lahko zgodi v enem dnevu, lahko pa se cene dlje časa ne premaknejo na višjo raven, kljub vse boljšemu poslovanju podjetij, s čimer se notranje in tržne vrednosti delnic približajo. Borzni balon težko ločimo od bikovskega trenda, dokler ni prepozno.

Borzne balone smatramo kot negativen vpliv na gospodarstvo, saj povzročijo neoptimalno delitev in uporabo resursov. Poleg tega zlom, ki sledi balonu, lahko uniči mnogo premoženja in povzroči trajno ekonomsko škodo. Lahko se podaljša obdobje nezaupanja ljudi in nastopi gospodarska kriza, ki poleg domačega gospodarstva lahko zajame tudi širša območja. Ljudje, ki so se ob precejenih sredstvih počutili bogate in so lahko več zapravljali, kar naenkrat postanejo revni. Potrošnja se zmanjša, s tem pa se zmanjša tudi gospodarska rast, kar še poslabša ekonomsko stanje. V takih primerih odločilno vlogo odigrajo centralne banke, ki spremljajo apreciranje cen in brzdajo visoke ravni špekulativnih aktivnosti s finančnimi sredstvi. Glavni instrument je dvigovanje obrestnih mer, s čimer podražijo izposojno denarja. Največja gospodarska kriza je izbruhnila v tridesetih letih prejšnjega stoletja v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), po borznem zlomu leta 1929.

1.2.1 Teorija o borznih balonih

V literaturi zasledimo tri hipoteze:

- hipoteza učinkovitega trga
- hipoteza racionalnega balona
- hipoteza neracionalnega balona

1.2.1.1 Hipoteza učinkovitega trga

Hipoteza učinkovitega trga pravi, da so vse informacije, tako pozitivne kot negativne, vključene v ceni sredstva. Cena se spremeni le ob novih informacijah, ki ne morejo biti vnaprej predvidene in obstaja enaka verjetnost, da bodo dobre ali slabe. Predpostavlja se, da je na trgu veliko borznih igralcev, ki samostojno ne morejo vplivati na premike cen. Če bi v praksi hipoteza veljala, do nastanka borznih balonov ne bi moglo priti. Ameriški profesor Eugene Fama je hipotezo predstavil leta 1965, vendar je njene zametke francoski matematik Louis Bachelier omenjal že leta 1900 v svoji razpravi z naslovom "*The Theory of Speculation*", a je bilo njegovo delo v tistem času prezrto (Smith, 2004, str. 173-174).

1.2.1.2 Hipoteza racionalnega balona

Hipoteza racionalnega balona pravi, da špekulativni borzni balon nastane, ko cena odstopa od načel temeljnega vrednotenja. Izračun notranje vrednosti je v primeru delnice vsota vseh dividendnih denarnih tokov preračunanih na sedanjo vrednost. Do odstopanj naj bi prišlo v svetu močnih, homogenih, racionalnih pričakovanj nekaterih ekonomskih subjektov. Ti naj bi formirali subjektivna pričakovanja, ki naj bi v povprečju sovpadala v nekakšno objektivno verjetnostno razporeditev. To bi pomenilo, da obstaja določena nezanemarljiva verjetnost, da se bo določeno pričakovanje uresničilo. Nastali balon lahko nato eksistira različno dolgo, tveganje pa je izračunljivo. Blanchard in Watson pravita, da je v vsakem časovnem obdobju verjetnost, da balon ostane (verjetnost π) ali se razpoči (verjetnost $1 - \pi$). Nekateri vlagatelji bodo delnice obdržali, saj je verjetnost, da se balon ne razpoči večja od nič, sčasoma pa se cena ponovno približa vrednotenju. Verjetnost, da se balon konča, je odvisna od več faktorjev, med katerimi sta čas trajanja balona ter oddaljenost od osnovnega vrednotenja. Dlje, kot balon traja in dlje, kot je od svoje notranje cene, večja je možnost poka. Posledično dlje, kot traja balon, hitreje bi realna cena morala rasti, da bi upravičila ter nadomestila tveganje vlagateljev, ki vztrajajo pri naložbi. Kljub temu, da Blanchard in Watson dopuščata možnost, da ima balon vpliv na cene drugih sredstev (substitucijski in dohodkovni učinki), pa v splošnem stališče racionalnih pričakovanj ignorira kompleksne medsebojne vplive in povezave, ki so prisotni v realnih gospodarstvih (Baddeley & McCombie, 2001, str. 220-222).

Poenostavljeno povedano racionalni balon nastane, ko vlagatelji zavestno dvignejo cene nad notranje vrednosti ter vztrajajo v svojih pozicijah, saj ocenjujejo, da bodo zaradi pozitivnih

učinkov, zaradi katerih so bili pripravljeni dvigniti cene, sčasoma zrasle tudi cene notranjih vrednosti.

1.2.1.3 Hipoteza neracionalnega balona

Ta hipoteza pravi, da cene dvigujejo pohlepna pričakovanja. Osnovna načela vrednotenja postanejo irelevantna. Ljudje kupujejo vrednostne papirje v prepričanju, da bodo v prihodnosti še dražji in jih bo možno z dobičkom prodati. Ozirajo se predvsem na preteklo rast, ki naj bi zagotavljala rast tudi vnaprej. Nepremišljeno kupovanje in napihovanje balona se konča klavrno.

Neracionalne balone povezujemo s finančnimi krizami. Tako keynesianski model pravi, da sta faza evforije in faza recesije močno povezani. Semena finančne krize naj bi bila posajena ravno v času evforične faze borznega balona. Glavni vlogi v keynesianskem modelu igrata negotovost in omejenost informacij. Prav negotovost prepreči določitev natančnih notranjih vrednosti. V še posebej negotovih časih, ko je zaupanje v gospodarstvo krhko, se ljudje zanašajo na splošno mnenje. Posnemajo ostale, ki so morda bolje informirani kot oni sami. Čredni nagon in psihologija množic povzročita bistvene spremembe v cenah. Ker se ljudje zavejo, da so njihova pričakovanja zgrajena na nevarnih, tujih osnovah, so dogovori precej volatilni in nestabilni (Baddeley & McCombie, 2001, str. 224). Cene postopoma naraščajo in kmalu povprečna pričakovanja nepoučenih vlagateljev presežejo tudi vsa pričakovanja borznih profesionalcev. Cene dosežejo nivo, ki je nevzdržen tudi za največje optimiste, tako da se balon, ki se je ves čas napihoval razpoči, pretirani optimizem pa se sprevrže v pesimizem. Ta lahko privede do finančne krize, kjer vlada splošna nestabilnost in negotovost, vlagatelji pa lahko celo izgubijo zaupanje v borzni sistem.

Svoja videnja o borznih balonih so skozi zgodovino preučevali mnogi strokovnjaki, med njimi bi na tej točki izpostavil predvsem slednje: Charles MacKay, Charles Kindleberger in Edward Chancellor. Vsi namreč trdijo, da se neracionalno obnašanje investorjev periodično ponavlja skozi zgodovino borznih trgov. Kindleberger v svojem delu *Manias, Panics and Crashes* iz leta 1978 špekulativni balon opredeli kot situacijo, v kateri se zaradi preveč vnetega trgovanja in nerealne ocene poruši razmerje med tržno in notranjo vrednostjo sredstva. Pravi, da je pogoj za nastanek omenjene situacije neka novost. Kot primer navaja razvoj nove tehnologije ali nenadno spremembo v politični klimi, kar nakazuje velik potencial za ustvarjanje dobička. Poučeni igralci vstopijo na trg, ter z nakupi dvignejo ceno vrednostnih papirjev, odvisnih od novosti. Za razvoj balona pa je to premalo. Njihove investicije morajo biti podprte z nakupi ostalih, manj poučenih vlagateljev. Nizke obrestne mere, ki omogočijo poceni izposojlo denarja za investiranje, so naslednji potreben pogoj. Če so vsi pogoji izpolnjeni, sledi borzni "boom" in špekuliranje se razširi nad množice, ki navadno na trgu ne nastopajo. Novi vstopajoči imajo malo izkušenj in samo pohlepno nakupujejo. Naraščajoče cene privabijo nove in nove investitorje, ki napihujejo balon, dokler se povpraševanje ne izčrpa (Smith, 2004, str. 25).

2 TULIPOMANIJA

Izraz tulipomanija izvira iz obdobja nizozemske zgodovine, ko je povpraševanje po tulipanih zrastle do take ravni, da so bili kupci pripravljeni za eno samo čebulico odšteti enormne vsote denarja. Tulipomanijo označujemo kot prvi primer borznega zloma.

Zgodba se je začela v drugi polovici 16. stoletja, ko je Conrad Giestner na Nizozemsko prinesel prvo čebulico iz Turčije, kjer so bili tulipani že zelo priljubljeni. Zaradi njihove lepote in predvsem redkosti so na Nizozemskem v nekaj letih postali statusni simbol. Sprva so jih kupovali predvsem premožnejši, ki so resnično cenili njihovo lepoto in jih niso imeli namena preprodajati. Kmalu se je krog kupcev razširil in ni bilo potrebno dosti časa, da so se v igro vključili špekulanti, ki so v tulipanih videli možnost velikega zaslužka.

Povpraševanje je rastle vse do leta 1636, ko je doseglo svoj vrh. V teh letih je bilo navdušenje nad trgovanjem tolikšno, da je bila ostala industrija zapostavljena. Vsi v državi, tudi najrevnejši, so se lotili trgovanja s tulipani, ki so bili brez vsake stvarne vrednosti. Posebno cenjene so bile določene podvrste. Mutacija, ki ni bila cvetu škodljiva, je rezultirala v izjemnih barvnih odtenkih. Tako je vrsta *Semper Augustus*, katero je krasil pretežno beli cvet, ki je imel več škrlatnih prog, ob stebelu pa so se prelivali nežno modri odtenki, dosegla rekordno ceno, 6000 zlatnikov. Za primerjavo naj navedem, da je bil povprečen letni dohodek v tistem času 150 zlatnikov. Kmalu tulipanih čebulic niso več prodajali po kosih, temveč so jih začeli tehtati z natančnimi zlatarskimi tehtnicami. Za eno samo čebulico je neki kupec odštel dva tovara pšenice, štiri tovore sena, štiri pitane vole, osem pitanih prašičev, dvanajst ovc, dva soda vina, štiri sode piva, dva soda masla, 450 kilogramov sira, rezljano zakonsko posteljo s posteljnino, novo moško obleko ter srebrno čašo. Evforija je prerasla mejo zdravega razuma. V enem mesecu je cena poskočila za 2000 odstotkov. Špekulacije so postale vse bolj očitne. S čebulicami se je začelo trgovati na borzah v Amsterdamu, Rotterdamu, Harlemu in še v nekaterih sosednjih državah. Borze so špekulantom začele ponujati opcijske pogodbe, ki so omogočale, da so s pomočjo vzvodov nekateri zaslužili še večje zneske. Mnogi posamezniki so na hitro obogateli.

Dogajanje je prisililo vlado, da je začela s pravili in zakoni trgovanje nadzirati. Nekateri bolj razumni in razsodni posamezniki so ugotovili, da ta norost ne more trajati večno. V začetku februarja leta 1637 trgovci za svoje čebulice niso mogli več iztržiti prenapihnenih cen. Tudi ponudba se je močno povečala, tako da tulipani niso bili več tako redki kot v samem začetku. Ko se je to prepričanje razširilo, je bilo zaupanja konec in trgovce je zajela vsesplošna panika. Balon je počil. Cene so začele padati, dogovorjeni posli niso bili uresničeni in mnogi so izgubili celo premoženje. Marsikateri trgovec je ostal s polno trgovino čebulic, ki jih nihče več ni želel kupiti. V dveh mesecih in pol so čebulice izgubile 90 odstotkov vrednosti. Ljudje so obtoževali drug drugega, tisti, ki jim je uspelo ustvariti dobiček, pa so ga skrili pred sosedi. Vlada se ni hotela vmešavati, le svetovala je lastnikom, naj se zmenijo med seboj in

poizkusijo stabilizirati cene. Ti so na vse možne načine poizkušali povrniti zaupanje javnosti in obnoviti visoke cene tulipanov, vendar so vsi poizkusi propadli. Ljudje so poskušali dolgove izterjati preko sodišč, a so ta vsa trgovanja označila za špekulativna, tako da ni bilo izterjano nobeno plačilo. Kdor je ustvaril dobiček, ga je obdržal, večina pa je ostala s polnimi trgovinami čebulic, katerih ni bilo mogoče prodati. V obdobju tulipomanije je resnično obogatelo le nekaj srečnih posameznikov, ostale pa je spravilo na beraško palico (Sterle, 2002, str. 7-9).

Tulipomanija se je ponovila še v nekaterih drugih evropskih državah, a nikoli s tako hudimi posledicami kot na Nizozemskem. Zanimiva je prigoda iz Anglije, ko je neki veletrgovec za čebulico *Semper Augustus* plačal 3000 zlatnikov, ki je nato izginila. Medtem ko jo je iskal, je zagledal pomorščaka, ki jo je jedel, misleč, da je le navadna čebula. Pomorščak je bil aretiran in za več mesecev zaprt.

2.1 Kaj pravijo strokovnjaki?

Posthumus je v svojem delu iz leta 1929 tulipomanijo označil kot klasično špekulacijo, kjer nepoučeni v želji po lahkem zaslužku vstopajo v igro, ker verjamejo vsaki govorici in kupujejo dokler ne pride do zloma cen (Baddeley & McCombie, 2001, str. 231). Še pred njim je leta 1841 vzrok v psihologiji množic našel tudi Mackay.

Moderne razlage dogodka iz 17. stoletja so nekoliko drugačne. Garber, ekonomist z ameriške univerze Brown, ki velja za eksperta tulipomanije, meni, da ni šlo za manijo, ter da je razlago možno najti v osnovnih tržnih načelih. Garber zatrjuje, da je eksplozivno rast cen možno razložiti z dejavniki povpraševanja in ponudbe. Ker so čebulice postale statusni simbol se je cena primerno zvišala. Še posebno je to veljalo za redke vrste, ki jih je bilo težko reproducirati v povpraševanih količinah (Farrell, 2000, str. 172). Garber je analiziral cene tulipanov tudi za druga obdobja in ugotovil, da cene rastejo dokler ne pride do hitre proizvodnje določene redke vrste, kar poveča ponudbo, ali pa se na trgu pojavijo nove redke vrste in se zanimanje za prejšnje zmanjša. Nekateri Garberjevi kritiki so poudarjali, da so se v letih 1636 in 1637 astronomno zvišale tudi cene povsem običajnih čebulic, tako da se je Garber v nekaterih svojih kasnejših delih strinjal, da je šlo v neki meri tudi za špekulativna dejanja (French, 2006, str. 3).

Thompson (2007), ekonomist z univerze California v Los Angelesu, v svojem delu *The Tulipmania: Fact or Artifact?* ugotavlja, da je bila pogodbeni cena tulipanov februarja 1637 kar dvajsetkrat višja kot tri mesece pred in tri mesece po tem. Vsak bi se strinjal, da gre za balon, vendar se Thompson, ki raziskuje zgodovino borznih balonov, ne strinja. Meni, da investitorji tistega časa niso bili nori, temveč so se racionalno odzivali na spremembe pravil investiranja v tulipane. Ko so cene v tridesetih letih 17. stoletja začele rasti, so v čebulice

začeli vlagati tudi številni nizozemski župani. Veliki navdušenci tulipanov so bili tudi nemški plemiči, prav kriza v Nemčiji pa naj bi povzročila jesenski padec cen v letu 1636. Nemci so namreč pri Wittstocku izgubili vojaško bitko s Švedi. Ko so se začeli še kmečki upori je nemško povpraševanje skoraj izginilo, nekateri pa so sami začeli z gojenjem in prodajo čebulic. To je povzročilo velik padec cen in nizozemski župani so začeli izgubljati svoj denar. Trgovanje s tulipani je potekalo preko terminskih pogodb – kupci so se strinjali s plačilom določenega zneska na določen dan v prihodnosti. S padcem cen bi bili vplivneži za čebulice, dostavljene šele spomladi, primorani plačati cene, ki so bile nad tržnimi. Ker se nikakor niso mogli sprijazniti z izgubami, so s pomočjo političnih povezav raje spremenili pravila. Sprva so zagrozili, da ne bodo izpolnili pogodbenih obveznosti ter cvetličarje in botanike pustili na cedilu, na koncu pa so se pogodili, da se obveznost nakupa po pogodbi spremeni v možnost nakupa. Danes bi rekli, da so terminske pogodbe spremenili v opcije. Tako so 24. februarja 1637, po pisanju avtorja, vse pogodbe sklenjene po 30. novembru 1636 spremenili v opsijske, proces pa je kasneje ratificirala nizozemska vlada. V primeru, da opcija na dan zapadlosti ni bila izvršena je lastnik opcije cvetličarju moral plačati triodstotno provizijo. Novice o razpravi so v javnost pricurjale novembra 1636. Tedaj, ko je postalo jasno, da je nakup postal možnost in ne obveza, so cene začele leteti v nebo, saj so morali cvetličarji, če so hoteli zaslužiti vsote, ki so jih odražale trenutne vrednosti, dvigniti cene pogodb, investitorji pa so bili višje cene pripravljeni plačati, saj so v najslabšem primeru izgubili tri odstotke vrednosti pogodbe, v primeru, da bi cena zrasla nad izvršilno ceno, pa bi realizirali takojšen dobiček, ki je teoretično navzgor neomejen. Do konca meseca novembra so se izvršilne cene opcij že gibale na desetkrat višjih vrednostih, tem pričakovanjem pa so se prilagodile tudi vrednosti pogodb. Februarja so bile cene že dvajsetkrat višje. Thompson meni, da je to pravi vzrok, ki je povzročil tulipomanijo.

V svoji knjigi, katero za Financial Times povzema Kuper (2007), za New Republic pa Rowlandova (2008), in članku *Flower power tulipmania: An overblown crisis?* Goldgarjeva (2007) pod vprašaj postavi celotno zgodbo o tulipomaniji. Avtorica namreč pravi, da večina stvari iz tega obdobja ni resničnih. Vse zgodbe temeljijo na enem ali dveh propagandnih delih in ogromnem plagiatorstvu. Tako na primer v svojih raziskavah ni našla nobene osebe, ki bi zaradi trgovanja s tulipani bankrotirala. Trdi, da se je s trgovanjem ukvarjalo zelo omejeno število ljudi, kupci pa so bili predvsem umetniki, ki so bolj kot dobiček iskali lepoto in status. Tudi ko so cene padle, so bile posledice skromne, pravi Goldgarjeva, saj je bilo v tem poslu premalo ljudi, da bi lahko imelo resnejše posledice za nizozemsko gospodarstvo. Meni tudi, da so kupci po zlomu zatajili in niso plačevali obljubljenih zneskov, temveč le majhen odstotek vrednosti kot kompenzacijo. Zaradi tega ni nihče bankrotiral, skrhalo pa se je zaupanje, zato avtorica tulipomanijo označuje kot socialno krizo in ne finančno. "Pravljica za otroke" naj bi bilo tudi prenehanje zanimanja za tulipane po zlomu, saj oblika tulipomanije v deželi mlinov na veter ni nikoli izginila in še danes se država lahko pohvali z 90 odstotki svetovne trgovine z rožami.

3 PODJETJI MISSISSIPPI IN SOUTH SEA

Zgodbi o francoskem podjetju Mississippi in angleškem South Sea, bolj znani pod imeni "*Mississippi bubble*" in "*South Sea bubble*", sta zgodbi iz prve polovice 18. stoletja, ko so naivni špekulanti postali žrtve svojega ravnanja, saj so sprva potisnili cene delnic do astronomskih nivojev in nato izgubili vse v neizogibnem zlomu, ki je sledil.

Katastrofalne posledice pa se sprva niso razvile v Londonu ali Amsterdamu, dveh finančnih centrih 18. stoletja, temveč je finančni vihar najprej zajel Pariz in nato preostali del zahodne Evrope (Smith, 2004, str. 25).

Francija je bila v tistem času država, kjer je bila vsa oblast v kraljevih rokah. Vse gospodarske perspektive je kontrolirala centralna vlada in tako tudi nastanek novih trgov. Oseba, ki bi lahko radikalno spremenila francoske finance, je bil John Law. Škot, ki se je preživil s kockanjem, kjer je svoje matematično znanje uporabljal v svojih strategijah igranja, je kmalu ugotovil, da to znanje lahko uporabi tudi v mednarodnem gospodarstvu. Med bivanjem v Amsterdamu - z Otoka je bil izgnan po prestani kazni v ječi, ker je bil obsojen umora - je Low opazoval kako nizozemska centralna banka z izdajanjem bankovcev, ki so garantirani s strani vlade in sprejeti kot plačilno sredstvo, pomaga pospeševati širjenje trgovine. Uvidel je, da bi v primeru obstoja bank, ki bi množično izdajale bankovce kot substitut za kovan denar, lahko izničil pritisk na trgovino zaradi premajhne ponudbe denarja. Ideja je bila prenapredna za tisti čas, saj je predvidevala modern sistem bančnih kreditov in papirnatega denarja, ki predstavlja ponudbo denarja danes. Škot se je podal v Francijo, kjer je ustanovil *Banque Generale*. Banka, ki jo je kmalu prevzela vlada, je zagotavljala potrebne kredite za stimulacijo ranjenega francoskega gospodarstva. Leta 1717 je Law ustanovil podjetje s katerim bo njegovo ime vedno povezano – podjetje Mississippi. Izmisлил si je izjemen koncept s katerim je ponudil potencialne koristi dvema skupinama, čigar interesi so v konfliktu: francoskemu gospodarstvu na robu bankrota in njegovim upnikom. Podjetje je od vlade dobilo ekskluzivne pravice za trgovanje s francosko kolonijo Louisiano ter ogromnim področjem v Severni Ameriki, od izvira reke Mississippi do njene delte. Delnice podjetja naj bi bile prodane zasebnim investitorjem, ki bi jih namesto z gotovino delno lahko plačali z državnimi obveznicami po nominalni vrednosti. Ker je bil zaradi slabega stanja države trg obveznic v krizi, je bila za lastnike obveznic možnost zamenjave za delnice privlačna in spodbudna investicija v novo podjetje. Del dogovora je bil tudi ta, da podjetje Mississippi francoskemu finančnemu ministrstvu ponudi nižjo obrestno mero za obveznice, ki jih je pridobilo z menjavo. Izgledalo je, da so vsi udeleženci na boljšem. Vlada bo plačevala nižje obresti za svoje obremenilne dolge, lastniki obveznic bodo lahko iztržili polno vrednost za svoje razvrednotene investicije, podjetje pa je pridobilo izključno pravico do prekooceanske trgovine (Smith, 2004, str. 26-27).

Law je postal direktor podjetja, ki je imelo lastno vojsko in ladjeve ter je, vsaj v teoriji, obvladovalo polovico Severne Amerike. Kljub ponujenim ugodnim pogojem, pa so le redki zamenjali svoje obveznice v delnice podjetja. Law je bil tujec in delniške družbe v Franciji še niso bile tako poznane kot na Nizozemskem in v Angliji, tako da je cena delnice zdrsnila pod nominalno vrednost. Law je še povečeval dejavnosti podjetja. Od vlade je zahteval pravice za gojenje tobaka, ki je postajal vse bolj popularen, ter pravice za trgovanje s sužnji in ostalimi produkti iz Senegala. Za zagotovitev monopola nad vso francosko zunanjo trgovino je kupil še preostala trgovska podjetja, nakupe pa financiral z izdajo novih delnic. Te je spravil v promet s pomočjo promocijskih prospektov in trženja, ki je spominjalo na moderno kampanijo za stike z javnostjo. Investitorjem je celo ponudil poceni kredite, da so lahko kupovali njegove delnice, tik pred izdajami pa je še lažno naznanil, da bosta skupaj s prijateljem kupila vse novoizdane delnice. Strategija je bila uspešna, saj so investitorji predpostavili, da ima pozitivne notranje informacije, delnice pa so bile razprodane z znatno premijo. Vendar Lawu to še ni bilo dovolj. Naznanil je nove nakupe ter nazadnje prevzel celotni državni dolg v zameno za nadaljnje trgovinske koncesije. Do oktobra 1719 je delnica podjetja Mississippi, ki je še pet mesecev pred tem kotirala pri 490 livrah (nekdanja francoska denarna enota), dosegla vrednost 6500. Kmalu je postalo jasno, da Škot dirigira rast vrednosti delnice, celo sam je dejal, da želi ceno fiksirati pri vrednosti 10000 liver. To je bil del načrta njegovega velikega "sistema", kjer bi izdatni krediti in nizke obrestne mere, ki bi jih fiksiral s pomočjo cene delnice, zagotovili temelje za trajen razcvet francoskega gospodarstva (Smith, 2004, str. 27-28).

Špekulacije z delnicami podjetja Mississippi so kmalu povzročile porušenje tedanje strukture družbenih slojev. Mnogi iz nižjih razredov so se povzpeli višje. Ena bolj bizarnih prigod tistega časa je zgodba o grbavcu, ki naj bi zaslužil zajetne vsote denarja, ko je v zameno za plačilo, "dajal v najem" svojo grbo, na kateri so ljudje sklepali in podpisovali pogodbe. Delnice podjetja so sprožile efekt bogastva. Povpraševanje po vseh vrstah dobrin se je močno povečalo. Ljudje so govorili le še v milijonih, luksuzne dobrine pa so kupovali tudi tisti, ki jih niso še nikoli poprej. Za trenutek se je zdelo, da je sistem, ki si ga je zamislil Low uspešen. Decembra 1719 je tudi cena delnice dosegla zeleno vrednost.

V Angliji so uspeh zaskrbljeno spremljali, saj so se zavedali, da to slabo vpliva na njihovo gospodarstvo. Bali so se, da bi denar iz Anglije odtekal v sosednjo Francijo, ki bi se lahko tudi vojaško okrepila. Teorije, ki jih je zagovarjal in uspešno impliciral John Law, so nekateri poizkušali posnemati tudi v Angliji (Smith, 2004, str. 30).

Podjetje South Sea, ki je nastalo leta 1711, je imelo podobne načrte kot podjetje Mississippi. Prevzelo je državni dolg v zameno za izključno pravico za trgovanje z Latinsko Ameriko, lastniki obveznic pa so te prav tako lahko zamenjali za delnice podjetja South Sea, ki je državi obljubilo nižjo obrestno mero. Ponovno bi profitirali vsi. Entuziastične projekcije o velikem povpraševanju po dobrinah iz Latinske Amerike so bile predstavljene v medijih. Kljub temu,

da je bil načrt popoln, pa so bili nekateri skeptični. V času nastanka podjetja South Sea je španska vlada namreč prepovedala tujim državam trgovanje z njenimi kolonijami in majhna verjetnosti je bila, da bi se to spremenilo, saj bi bila s tem oškodovana španska trgovina. Izjema je bilo le trgovanje s sužnji. Posledično je vrednost delnice v prvih letih obstoja drsela navzdol in šele maja 1715 se je prvič vrnila na nominalno vrednost. Odboj se je zgodil zaradi nekaterih novih dogovorov z vlado, ki je dovolila podjetju dokapitalizacijo. Po prestrukturiranju je lastniški kapital podjetja znašal več od vseh ostalih britanskih delniških družb skupaj. Prospekti o donosnem trgovanju z Južno Ameriko pa so ostajali iluzija, predvsem po letu 1718, ko sta se Španija in Anglija ponovno znašli v vojni (Smith, 2004, str. 32-33).

Vendar je konec leta 1719, ravno ko so bile teorije Johna Lawa in razcvet Mississippijevih delnic v Parizu stvar debate na londonskem trgu, španski kralj naznanil, da želi premirje z Anglijo, kar je namigovalo, da bi bila trgovina lahko kmalu dovoljena. To je izstrelilo delnico podjetja South Sea. Podobno, kot je Law naredil v Franciji, so uslužbenci angleškega podjetja vladi delili svoje delnice pod ugodnimi pogoji z namenom, da bi se ji čim bolj prikupili.

Sledilo je leto 1720, leto, ki velja za eno izmed najbolj kaotičnih v zgodovini finančnih trgov. Vendar sta bila vlaka, ki sta zaznamovala to obdobje, South Sea in Mississippi, na različnih tirnicah. Ko je v začetku leta South Sea v Angliji doživel vrhunec, se je John Law v Franciji na vso moč boril proti močni zmedi, ki je izhajala iz njegovega sistema. Najnevarnejša je bila divja inflacija, ki je bila vzrok prevelike količine denarja v obtoku. Ko je v decembru 1719 Law poizkušal zadržati rast kreditiranj, ki so vzpodbujala inflacijo, je cena delnice padla iz 10000 na 7500 liver. Zato je hitro prenehal, da se je cena povrnila na 9400 liver, vendar se je tu prvič pokazalo kakšne so njegove možnosti. Law je hotel fiksirati ceno delnice in obenem fiksirati obrestno mero na nivojih, ki bodo zagotavljali poceni kredite, vendar ni želel zdivjane inflacije. Kasneje se je v zgodovini večkrat pokazalo, da je zatiranje inflacijskega balona brez pogubnih posledic za gospodarstvo, izjemno težavno.

Januarja 1720 je Law dobil popolno oblast nad francoskimi financami, postal je namreč kontrolni direktor za finance. Ko so ljudje začeli svoja premoženja nositi čez mejo, je onemogočil izvoz denarja in kovin. Namesto slednjih so ljudje začeli izvažati luksuzne stvari, a je tudi to prepovedal. Njegov načrt je začel postajati kot vedro polno lukenj. Ko je zamašil eno, je iz ostalih izteklo še več vode. Cena delnice podjetja Mississippi je kmalu spolzela na 7800 liver. Ujet v past slabšanja razmer je posegal po vedno slabših rešitvah. Počasi ga je zdelal pritisk in menda naj bi dobil tudi živčni zlom.

V Angliji so podjetje Mississippi videli kot potencialnega konkurenta podjetju South Sea. Težave Lawa so dodatno podkurile tečaj delnic tega podjetja. V treh dneh je tečaj, ob novicah o Lawovih nočnih morah, skočil z 218 na 320 funtov. V vzponu so bile tudi delnice ostalih podjetij na londonski in amsterdamski borzi. Na vrhuncu leta 1720 je bila celotna

kapitalizacija londonske borze 500 milijonov funtov, kar je stokrat več kot leta 1695. Nekatera podjetja so zaživela le z namenom priključitve pozitivnemu trendu in niso imela vladnih koncesij. Obstajalo je podjetje, ki je trgovalo z človeškimi lasmi, podjetje, ki je uvažalo metle iz Nemčije, izločevalo srebro iz svinca ... Ta podjetja, so dobila ime "mehurčki" (angl. *bubbles*). Izvor izraza sicer ni povsem jasen, vendar se je zasidral v finančni leksikon.

Podjetje South Sea je v omenjenih podjetjih videl konkurenco v smislu odžiranja denarnih sredstev, ki bi morala biti namenjena nakupu njihovih delnic. Ker so imeli zveze z vlado so vložili zakon, ki je prepovedal obstoj delniških družb, ki nimajo vladne koncesije. 9. junija 1720 je bil potrjen zakon imenovan *Bubble Act*. Želen učinek je bil dosežen, saj so bile za novonastala podjetja zagrožene visoke kazni. Vzrok, zakaj so v podjetju želeli zmleti konkurenco, je bil ta, da je bil njihov uspeh odvisen le od rasti cene delnice. Do leta 1720 podjetje South Sea še ni imelo prihodkov iz trgovanja z Južno Ameriko. Edini prihodki so bili finančni prihodki od državnega dolga, ki so ga prevzeli. Dodaten vir prihodkov, ki ga je podjetje lahko doseglo poleg prejetih obresti, je bila prodaja novih delnic. V tistem času je bila razlika med ceno novoizdanih delnic in nominalno ceno tretirana kot prihodek. Tako je višja cena nove izdaje predstavljala višji prihodek. Danes bi to lahko uvrstili med izpeljanke Ponzijeve sheme. In ravno Ponzijeva shema je prepričala vladne uslužbence, ki so imeli deleže v podjetju, da projekt podprejo. Kar se je razvijalo spomladi 1720 bi lahko imenovali "dirigiran balon". Upravljan je bil s strani direktorjev podjetja, ki so imeli popolno zaupanje vlade, katera jim ga je izkazala z že omenjenim aktom, ki je eliminiral vsakega novega potencialnega konkurenta. Aprila 1720 je podjetje od države prevzelo še dodaten dolg, tokrat doživljenjske rente, in v zameno izdalo še več delnic, za nameček pa razmerje zamenjave sploh ni bilo v naprej določeno, saj naj bi ga podjetje določilo glede na odraz v ceni delnice. Državni uslužbenci so seveda delnice dobili pod ugodnejšimi pogoji. Doživljenjske anuitete so bile zelo nelikvidne, poleg tega pa so bile izplačevane zgolj do smrti rentnika, katerega živost je bilo treba sproti dokazovati. Trg z omenjenimi instrumenti je bil tog in nezanimiv, zato so se zdele delnice "perspektivnega" podjetja logična in atraktivna rešitev. Ponovila se je zgodba iz preteklosti: cena delnic je šla v nebo, podjetje je s skrivnimi nakupi ceno še napihovalo, v medijih pa predstavljalo optimistične napovedi in ponujalo poceni kredite za nove nakupe. Podobno kot v Franciji se je optimizem prenesel tudi na druga gospodarska področja. Cene zemljišč v Londonu so bile močno kolerirane s ceno delnic podjetja South Sea. Gospodarstvo je bilo v razcvetu (Smith, 2004, str. 35-37).

Povsem drugačna slika je bila v Parizu. Od januarja do maja 1720 je bilo izdanih za 2,6 milijard novih bankovcev, kar je podvojilo količino v obtoku. Posledična hitrorastoča inflacija je uničila zaupanje v papirnati denar in vrednostne papirje. Ljudje so množično začeli menjavati papirnati denar za kovanega. Ko so ljudje slišali, da je mogoča menjava deset livrskega bankovca za kovanec, je na banko Royale navalilo 15000 ljudi. Nekaj deset ljudi je bilo v gneči zmečkanih in pohojenih do smrti, razgrajanje pa se je kmalu preselilo pred hišo Johna Lawa, iz katere je Škot komaj ubežal. Law je rešitev iskal v zmanjšanju količine

bankovcev in delnic v obtoku, a je bilo zaupanje ljudem nemogoče povrniti. Delnice, ki so pripadale podjetju in kraljestvu, so javno sežigali na kresovih, zaupanje in potrpljenje je minilo tudi vladarjevega namestnika. Lawu je, v primeru, da bi bil to edini način za umiritev razmer, grozila usmrtitev.

Tuji investitorji v Franciji so leta 1720 zaradi padca cen delnic in depreciacije francoske valute zabeležili enormne izgube. Maja je bilo treba za funt odšteti 39, medtem ko septembra že 92 liver. Po septembru ni bilo trga, kjer bi lahko trgovali z livrami po katerikoli ceni. Nekaj posameznikov je situacijo izkoristilo za prodajo na kratko (angl. *short sell*) in na ta način mastno zaslužilo. Eden takih je bil Richard Cantillon, ekonomist znan predvsem po delih s področja politične ekonomije.

Kaos v Franciji se je dotaknil tudi dogajanja v Londonu. Prvotno veselje na račun Lawovih muk se je spreobrnilo v zavedanje, da bodo izgube v Parizu povzročile tudi prodaje na borzi v angleški prestolnici. Polnovredni denar se je začel zaradi potreb sosednje Francije tja tudi seliti. Pod prodajnim pritiskom se je cena delnice podjetja South Sea od junija, ko je dosegla vrh pri 950 funtih, do konca avgusta znižala na vrednost 700 funtov. Podjetje je takoj odgovorilo z novico o izplačilu dividend v višini 30 odstotkov od nominalne vrednosti v tekočem in 50 odstotkov v prihodnjih letih. Ljudje so se očitno zavedali, da 30 odstotkov od nominalne vrednosti preračunano v ceno ob nakupu, ki je bila nekajkrat višja, ne znese prav dosti. Kljub vsemu bi podjetje že za obljubljeni dividendo moralo nabrati 15 milijonov na leto, ki bi jih lahko dobili le s prodajo novih delnic, kar v danih razmerah ni bilo verjetno, ali pa z dejanskimi prihodki iz trgovine s španskimi kolonijami. Vendar je Španija vztrajala pri tem, da se Gibraltar vrne pod njeno odvisnost, kar pa je britanska vlada strogo odklonila in razglasila na območju vojno stanje. To je za podjetje South Sea pomenilo začetek konca. Podjetje je 8. septembra sklicalo skupščino delničarjev, vendar je zaradi strahu pred razjarjenimi delničarji že ure pred začetkom prostor napolnilo s svojimi privrženci. Nekatere kritike, ki so bili prisotne, so utišali, vendar ne za dolgo. Že naslednji dan je namreč cena delnice zdrsnila na vrednost 575, do sredine septembra pa je potonila do cene 380 funtov. Odgovorni so začeli prejemati smrtno grožnje, na enega je sredi ulice celo streljal pobesneli investitor.

V Franciji so bile razmere še hujše. Vedno hujši nemiri so prisilili Lawa, da je decembra moral brez premoženja pobegniti iz države. Devet let kasneje je izčrpan in reven umrl. Kontrolo so prevzeli konservativci, ki so zaprli banko Royale in novo borzo, ki bi ravno morala nadomestiti trgovanje na prostem. Začela se je preiskava in lov na ostale krivce. Svoje izgube je prijavilo več kot pol milijona ljudi, mnogi špekulanti, ki niso služili v dobri veri pa so skupaj plačali 200 milijonov liver kazni. Število delnic podjetja Mississippi je bilo več kot razpolovljeno, mnoge njegove dejavnosti pa odvzete in omejene le na čezmorsko trgovino.

Medtem je v Londonu podjetje South Sea iskalo pomoč pri angleški centralni banki, ki pa je imela zaradi finančne krize dovolj svojih problemov. Zaupanja v denar in delnice ni bilo, zato pa so Angleži obdržali vero v plemenite kovine kot sta zlato in srebro. Dve tretjini denarja v obtoku sta izpuhteli. Padle so cene zemljišč, hiše so ostale napol zgrajene. Mnogi so ostali brez dela. Kriza je prizadela tudi tiste, ki niso imeli neposrednih izgub z delnicami.

Kot je bil bikovski trend v letih 1719-1720 mednaroden, tako je tudi zlom negativno vplival na ostale evropske borze, predvsem Nizozemsko.

V Veliki Britaniji je red dokaj hitro in uspešno naredil parlament. Krivci za zlom so bili kaznovani, z novimi zakoni pa so kasneje uredili področje borznega trga, ki je bil odslej bolje reguliran. Tuji vlagatelji so se dokaj hitro vrnili. Drugačna slika je bila v Franciji, kjer so oktobra 1722 v Parizu uprizorili javno sežiganje vsega, kar je imelo povezavo s podjetjem Mississippi, zaupanje v finančne trge pa se ni povrnilo še celo stoletje.

Borzna zloma podjetij South Sea in Mississippi sta pogosto opisana kot tipična primera neumnih špekulacij, ko investitorje v želji po velikih dobičkih zapusti zdrava pamet. V času špekulativne manije še tako razumni vlagatelji izbirajo neumne odločitve, ki jih spoznajo prepozno.

3.1 Kaj pravijo strokovnjaki?

Zgornji, lahko bi ga poimenovali učni primer, se je skozi zgodovino večkrat pojavljal v literaturi. Prvi so o njem razglabljali pisci Charles Mackay, Charles Kindleberger in Edward Chancellor, ki trdijo, da se podobno neracionalno obnašanje ponavlja periodično skozi zgodovino finančnih trgov. Vsem omenjenim je skupno, da vzroke za zlom iščejo izključno v norosti in neracionalnem obnašanju množic. Njihovem mnenju se je pridružil tudi Adam Smith, ki pravi, da je špekulacije še dodatno podkurila korupcija – "gola prevara" izraženo z njegovimi besedami (Baddeley & McCombie, 2001, str. 236). Podobno kot v primeru tulipomanije pa sodobni ekonomski strokovnjaki ne vidijo vse črnobelo.

Z vprašanjem ali je šlo v danem primeru za špekulativni balon se je ukvarjal tudi Garber. Sam borznih balonov ne deli na racionalne in neracionalne, zanj obstajajo le neracionalni. Če spremembo cen povzroči sprememba v notranji vrednosti podjetja, potem ne gre za balon. Dilema se pojavi, ko podjetje obljubi povračilo za naložbe v njihove delnice, ki pa se kasneje ne uresničijo. V tem primeru gre za prevaro, a če so novi investitorji tem govoricam verjeli in jih smatrali kot realne, potem je bilo njihovo vedenje racionalno. Garber pravi, da gre za asimetrijo informacij, kjer nekdo nalašč nekaj prikriva. Seveda pa se strinja, v primeru, da je bilo jasno, da gre za zavajajoče informacije, investitorji pa so te ignorirali v upanju, da bodo pravočasno izstopili, da je šlo za klasičen špekulativni balon. Podobno velja za dividende, ki

naj bi jih podjetje izplačalo iz prihodkov od izdaje novih delnic. Če so investitorji verjeli, da bodo dividende izplačane iz dejanskih prihodkov družbe, podprte s temeljnimi načeli vrednotenja, se z nakupi delnic niso vedli neracionalno. Tretja stvar, kjer po Garberjevem mnenju rast ne more biti le odraz špekulacij, je dolgoročen potencial podjetja. Čeprav ni bil izkoriščen in je sledil padec, Garber meni, da ne moremo govoriti o špekulativnem balonu, dokler so projekcije podjetja v štartu izgledale realistične (Baddeley & McCombie, 2001, str. 236-239).

Z Garberjevim "zagovarjanjem" investitorjev pa se ne strinjata Chancellor in Carswell, saj menita, da je bilo mnogo opozoril v obliki brošur in letakov, ki so svarila o nevarnostih naložbe. V svojih delih citirata enega izmed takih letakov: »Nadaljnja rast cene te delnice bo le fingirana; ena plus ena, po nobenih aritmetičnih zakonitostih, nikoli ne bo tri in pol; posledično bo zlagana vrednost prej ali slej prinesla nekomu izgubo. Edini način, kako se temu izogniti, je čimprejšnja prodaja in naj hudič vzame najzadnje.« (Baddeley & McCombie, 2001, str. 237).

Tudi Baddeley in McCombie (2001, str. 238-239), ki v svojem delu povzemata Garberjeve ugotovitve, se z njim ne strinjata. Menita, da je šlo v primeru podjetja South Sea za prevaro, medtem ko vidita pomembno razliko v primerjavi z Lawovim podjetjem Mississippi. Law, ki velja za enega največjih finančnikov 18. stoletja, je bil vizionar z jasnim ciljem - popeljati gospodarsko šibko Francijo do ponovnega razcveta. Imel je pozitivne družbene namene, medtem ko so direktorji angleškega podjetja delovali le v svojo korist. Avtorja se v zaključku strinjata s strokovnjaki, ki zaradi ugodnih dolgoročnih potencialov v čezoceanski trgovini podjetja Mississippi, upravičujejo rast delnic, kar pa ne velja za podjetje South Sea.

Eno najbolj eksaktnih študij na to temo je predstavil Neal, profesor na univerzi v Illinoisu. Napihovanje balona družbe South Sea je razdelil v tri faze. V prvi fazi, ki je potekala od februarja do druge polovice maja leta 1720, je cena delnice zrasla iz 131 na 355 funtov. Neal pravi, da ta rast ni bila nepremišljena, temveč podprta z vrednotenji in likvidnostnim učinkom. Profesor je ugotovil, da se je z državnimi anuitetami trgovalo z enotretjinskim diskontom, po konverziji za delnice podjetja South Sea pa so te zrasle na vrednost, ki je vsebovala premijo v višini ene tretjine. Neal razliko imenuje likvidnostna premija, ki so jo bili investitorji pripravljeni plačati, da so iz nelikvidnih anuitet prišli do likvidnih sredstev perspektivnega podjetja. Celoten vzpon v prvi fazi naj bi bil tako rezultat likvidnostnega efekta. Druga faza je potekala do 22. junija, ko je cena dosegla 765 funtov. Ta rast po Nealovih analizah ni bila odraz pravega vrednotenja, a vseeno meni, da se kupci niso vedli neracionalno. Direktorji, za katerimi so stali tudi državni uslužbenci, so želeli upravljati trg, podobno kot John Law s fiksiranjem delnice družbe Mississippi. S te perspektive kupci delnic omenjenih podjetij niso v taki meri precenili potenciala podjetij, skušali so le izkoristiti priložnosti sheme, ki so se je domislili močnejši igralci na trgu. Zadnjo fazo, ko je cena skočila na 950 funtov Neal pripisuje iluziji, ki jo je povzročila napačna interpretacija podatkov. Podjetje je konec junija

zaprla svoje delniške knjige, da je iz njih lahko razbralo zapletene podatke, ki jih je potrebovalo za izplačilo dividend. V tem času ni prihajalo do transakcij, saj te ne bi bile registrirane oziroma je prihajalo do vnaprej določenih cen (angl. *forward prices*), ki pa so bile zaradi zaostrenih kreditnih razmer v tistem času dosti višje. Tako Neal pravi, da do zadnjega skoka cen, ki še najbolj nakazuje neracionalno vedenje, najverjetneje sploh ni prišlo. Kriva naj bi bila le sprememba prikaza kotacije (Smith, 2004, str. 38-44).

Neal (2002) se skupaj s kolegom Weidenmierjem dotakne tudi posledic finančne krize, ki sta jo povzročili podjetji. Menita, da sta shemi dejansko olajšali pritisk na državne finance. Stroški vojne za špansko nasledstvo (1701-1714) so bili enormni in državi sta imeli v letih po njej velikanske dolgove. Podjetje South Sea je bilo kljub svoji prevari zaslužno, da je bila velika masa neunovčljivih 99-letnih obveznic, ki so predstavljale večino dolga v letu 1719, do leta 1723 konvertiranih v likvidne vrednostne papirje, kar je predstavljalo osnovo za razvoj mednarodnega kapitalskega trga s centrom v Londonu. Podjetju South Sea priznavata zasluge za "veliki boom" angleškega kapitalizma. Nasprotno je pok balona Mississippi povzročil konec za francoski sekundarni trg vse do konca stoletja. Inflacija, ki jo je povzročil Law, je povzročila izgube in dolgotrajne posledice francoskim upnikom, ki so jim dolžniki odplačevali svoje dolgove v razvrednoteni valuti.

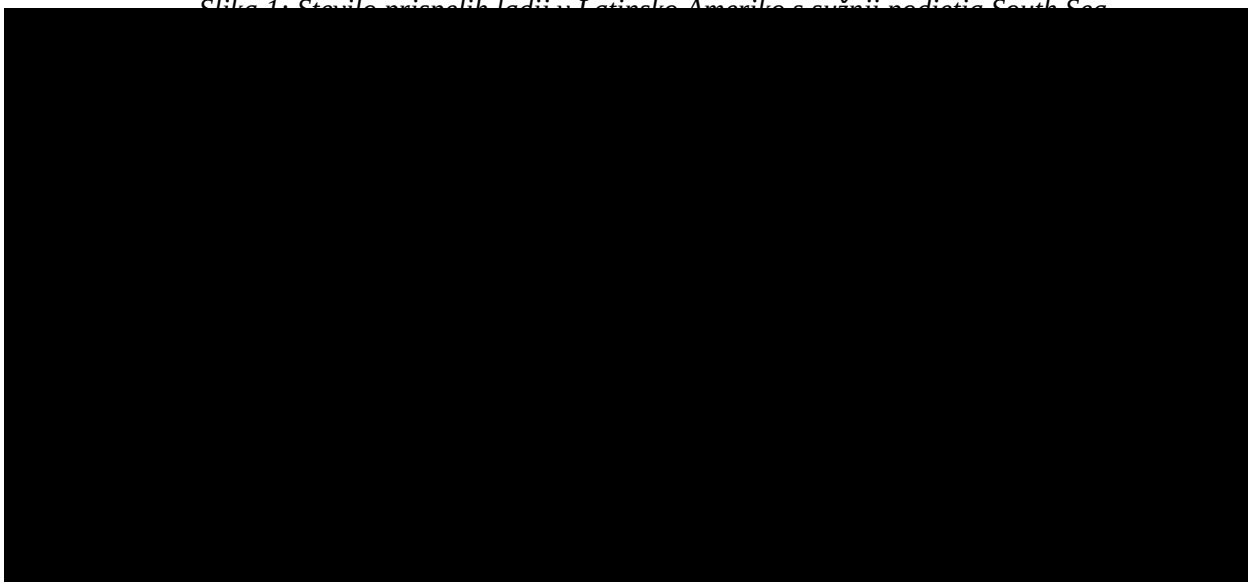
Craig (2003) ekonomiste, ki se ukvarjajo z borznimi baloni, razdeli na dve šoli. Prva ne priznava borznih balonov, saj zagovarja tezo, da cene v vsakem trenutku odražajo pravo vrednost sredstva. Do odstopanja od pričakovane dolgoročne vrednosti sicer lahko pride, a arbitražerji poskrbijo, da se cene vrnejo na svojo dolgoročno pot. Druga šola pa zagovarja, da neinformirani investitorji občasno vsilijo svoje obnašanje informiranim, kar povzroči prekomerno rast in nastanek balona, ki nato mora počiti, da se cene ponovno vrnejo na svoje mesto. Avtor obe teoriji preveri na primeru podjetja Mississippi, vendar ne pride do pravega zaključka in dvomi, da se bo znanost kdaj poenotila. Dokazov, da je na trg vstopilo mnogo ljudi, ki z borzo niso imeli nič skupnega, najde veliko. Nekateri so celo prodajali hiše in sorodnikom pošiljali denar, da jim kupijo delnice. Obstajajo tudi dokazi, da so se mnogi investitorji zavedali, da je vrednost delnice prenapihnjena, a so preprosto upali, da bodo znali oceniti, kdaj je pravi trenutek za izstop. Skupaj z dejstvom, da je hitri rasti sledil še hitrejši vzpon, Craig ugotavlja, da se dogodki okoli podjetja Mississippi skladajo s tistimi, ki jih predpostavljajo zagovorniki obstoja borznih balonov. Po drugi strani pa ugotavlja, da imajo prav tudi zagovorniki prve šole. Tudi oni se strinjajo, da lahko pride do velikega nihanja v ceni, vendar za tem vedno tiči razlog, ki spremeni pričakovanja glede prihodnjih dobičkov. Meni, da je danes potencial podjetja izpred treh stoletij nemogoče natančno oceniti, sploh če vemo, da je imelo podjetje številne privilegije kot na primer izključno pravico do trgovanja v celotni severni Ameriki, delu Afrike, Indije in Kitajske.

Zanimiva je študija Temina in Votha (2004), ki analizirata trgovanje londonske banke Hoare's z delnicami podjetja South Sea v času napihovanja cene delnice. Banka, ki je veljala za

izkušnega investitorja, se je zavedala, da je cena močno precenjena, a je kljub temu trgovala z delnicami v upanju, da bo znala izstopiti še pravi trenutek. Strategija "jahanja balona" se je izkazala za izjemno dobičkonosno, avtorja pa dokažeta, da se tisti, ki krivijo za borzne zlome le neizkušene "bedake", ki kupujejo zato, da bodo lahko dražje prodali še večjemu "bedaku", motijo. Za neracionalnim napihovanjem borznih balonov se skrivajo tudi racionalni vlagatelji, ki to poizkušajo izkoristiti sebi v prid.

Helen Paul (2004) z univerze Southampton meni, da sodobni strokovnjaki vso pozornost posvečajo predvsem finančni plati zgodbe o podjetju South Sea, medtem ko osnovno dejavnost zapostavljajo. Mnogo viri namreč omenjajo le špekulativno manijo in prevare, ki po njenem mnenju temeljijo na pretiravanju, saj so bili vsi dokumenti podjetja uničeni že v 19. stoletju. Sama se je posvetila predvsem trgovinski dejavnosti podjetja, z namenom dokazati, da je imelo podjetje resne namene tudi v trgovini s sužnji, a je naletelo na določene ovire. Zbrala je podatke o vseh ladijskih prevozih tistega časa na relaciji Evropa – Amerika in prišla do nekaterih zaključkov, ki se ne ujemajo z dosedanjimi razlagami.

Slika 1: Število prijenalnih ladij med Latinsko Ameriko in sužnji podjetja South Sea



Vir: H. J. Paul, *The South Sea Company's Slaving Activities*, 2004.

Baza čezoceanskih potovanj razkriva, da je bilo podjetje v trgovini s sužnji uspešno. Umrljivost sužnjev na poti, kot eden izmed kazalcev uspešnosti, je bila nizka, s trgovino pa je podjetje nadaljevalo tudi po zlomu cene delnice, kar je v nasprotju s tradicionalnimi pripovedmi o popolnem in dolgem zastoju gospodarske aktivnosti. Brez podpore investorjev in ekonomije podjetje ne bi imelo razlogov za nadaljnji obstoj. Svoje delo vidi kot dodatno podporo strokovnjakom, ki se zavzemajo za spremembo nekaterih zgodovinskih dejstev o enem izmed domnevno prvih borznih zlomov.

4 VELIKI BORZNI ZLOM LETA 1929

Ko je postalo jasno, da se obeta prva svetovna vojna, je na borznih parketih po vsem svetu zavladała panika. Ljudje so se zbalı, da ne bodo prišli do svojega denarja, zato so začeli po hitrem postopku prodajati delnice. Najbolj je bila na udaru londonska borza, ki je v času pred vojno veljala za najbolj internacionalno. Zadeve so šle tako daleč, da so bile številne evropske borze primorane začasno zapreti svoja vrata.

Padec so doživeli tudi delnice na newyorški borzi, čeprav Amerika ni bila neposredno vpletena v evropski konflikt. Obstajala je bojazen, da bodo sledile prodaje vrednostnih papirjev in umik zlata s strani prebivalcev vojskujočih se držav. Obseg trgovanja se je v letu 1914 drastično zmanjšal, a so ljudje kmalu ugotovili, da vojna nima negativnega vpliva na ameriška podjetja, kvečjemu nasprotno. Tuji investitorji so ugotovili, da so ZDA varno pribežališče za njihove prihranke. Omejitve trgovanja kmalu niso bile več potrebne, saj se je trg sam stabiliziral in začel svoj vztrajen vzpon (Smith, 2004, str. 105-106).

New York je postal dom največje svetovne borze, na kateri pa se je večinoma trgovalo z delnicami domačih podjetij. Razcvet ameriškega trga v dvajsetih letih prejšnjega stoletja so gnali izključno Američani z nakupi izključno ameriških podjetij. Številni investitorji srednjega sloja, ki so se s finančnim trgom srečali preko nakupov "vojaških" obveznic, so prvič vstopili na trg vrednostnih papirjev, sicer pa trg ni doživel večjih sprememb. Še vedno je šlo predvsem za primitivno igro tistih z notranjimi informacijami, način vrednotenja delnic pa je bil skrajno nesodoben. Najpomembnejše so bile dividende. Cena, ki jo je bil investitor pripravljen plačati za delnico, je odražala tisto, kar bo dobil direktno iz investicije, in sicer delež dobička podjetja izplačan v obliki dividend. Ker so bile delnice domnevno bolj tvegane kot obveznice, ki so imele fiksno obrestno mero in zagotovljeno glavnico v primeru dospelosti, so investitorji zahtevali dividende, ki bodo zagotavljale višji donos kot je obrestna mera obveznic. Ta naj bi nadomestil dodatno tveganje. Tako so bili dividendni donosi v dvajsetih letih na vseh borznih trgih višji kot obrestne mere državnih ali podjetniških obveznic visoke kakovosti. Tudi izpeljava kazalca P/E (cena delnice/dobiček na delnico, v nadaljevanju P/E) tedaj ni bila pravilna. Tako so iz poljubnih izpeljav kazalca iz tekočih dobičkov in tekočih dividendnih izplačil izhajale relativno nizke cene delnic. Niso namreč verjeli, da se da dosti natančno napovedati bodoče dobičke (Smith, 2004, str. 113-114).

Kmalu so se začela pojavljati mnenja, da s tem vrednotenjem nekaj ni v redu. Charles Schwab je zagovarjal tezo, da bodo moderne korporacije prinesle revolucionarne izboljšave v življenjskemu standardu celotne populacije. Trdil je, da v cenah delnic ni primerno vsebovanega izjemnega potenciala ameriške industrije ter da bi v primeru, da bi dala vlada trgu proste roke (med vojno so bili namreč uvedeni visoki davki), kmalu prišlo do konjunktura in višjih cen na borzi (Smith, 2004, str. 114).

Tako je Edgar Lawrence Smith leta 1924 osnoval novo teorija vrednotenja delnic. Zbral je empirične podatke in pokazal, da diverzificiran portfelj delnic na dolgi rok vedno prekaša donos obveznic. To je obrazložil z možnostjo uporabe dobičkov podjetij za financiranje prihodnjega razvoja, kar pa povzroči rast cen delnic teh podjetij. To je bilo v nasprotju z dosedanjim prepričanjem, da je treba, z namenom zagotavljanja varnosti, večji del dobička izplačati v obliki dividend. Kot prvi je predstavil dejstvo, da so za vrednotenje delnic pomembnejši bodoči kot tekoči dohodki. Novo vrednotenje je pospešilo spektakularno rast ameriškega trga, ki ga je gnala že tako hitrorastoča ekonomija (Smith, 2004, str. 115).

Ameriški predsednik Calvin Coolidge je leta 1927 izjavil, da je Amerika vstopila v "novo dobo" prosperitete. Izraz se je hitro prijel med borznimi komentatorji, mnogi pa so verjeli, da gre za obdobje trajnega razcveta. Spretno upravljanje podjetij in vodenje zdrave ekonomske politike s strani države naj bi ciklus vzponov in padcev zamenjal s trajno rastjo in zagotovil visok standard vseh Američanov. Tudi statistični podatki so podkrepili taka pričakovanja. Pojavile so se revolucionarne nove tehnologije. Leta 1919 je bilo le 32 odstotkov strojev v tovarnah na elektriko. Proti koncu dvajsetih let je odstotek zrasel na skoraj 50 in je še rasel, hkrati pa se je močno povečevala tudi produktivnost, ki je celotno desetletje rasla s 3,7 odstotki na letni ravni. Vagone, ki so jih vleкли konji, so zamenjali tovornjaki, pojavili so se avtomobili, gradile so se ceste, razvilo se je letalstvo in radijsko oddajanje. Številne novosti so vsekakor upravičevale optimizem in napovedovale še večje dobičke v prihodnosti. Hkrati z dobički pa so se dvigovala tudi vrednotenja. Tako je kazalec P/E ameriških industrijskih delnic, ki se je pred letom 1920 običajno gibal okoli vrednosti 10, v letu 1927 zrasel na 13,9, leto kasneje na 14,2 in na več kot 16 v letu 1927. Čeprav te vrednosti za današnje razmere niso visoke, pa so bile v tistem času dovolj za strah pred preценjenostjo trga (Smith, 2004, str. 120-122).

Entuziastični vlagatelji so ob številnih inovacijah in neprekinjeni rasti izgubili kompas. V igro so se vključevali mnogi novi, med katerimi so številni plačevali svoje nakupe s krediti. Več kot osem milijard ameriških dolarjev je bilo izposojenih, kar je več, kot je bilo v državi denarja v obtoku. Svoj delež so dodale tudi občutne davčne olajšave uvedene po vojni. Davek, ki je za najvišji prihodkovni razred v ZDA med prvo svetovno vojno znašal 77 odstotkov, je leta 1922 padel na 46 odstotkov, kasneje pa na 25 odstotkov. Cene delnic, merjene z indeksom *Dow Jones Industrial Average* (v nadaljevanju DJIA), so od svojega dna leta 1921 pa do vrha v letu 1929 zrastle za več kot 500 odstotkov. Kupcev niso zaustavila niti mnoga svarila o pregrevanju trga. Banke so začele dvigovati obrestne mere, vendar vlagateljev to ni bistveno zmotilo. Vrednosti delnic so rasle veliko hitreje in intenzivneje, tako da višina letne obrestne mere, ki je znašala tudi do 20 odstotkov, v očeh špekulantov ni bila previsoka. Dobički, ki so jih ustvarili, so bili tudi nekajkrat višji. Vrh je bil dosežen 3. septembra leta 1929, nato pa je sledil sušen mesec z nekaj opaznimi padci, ki pa jim vlagatelji niso namenili posebne pozornosti. Večina je ostala optimističnih, tako glede borze kot celotne ekonomije.

23. oktober se je začel zelo umirjeno, vendar je proti koncu trgovalnega dne napetost začela naraščati. V zadnji uri trgovanja so borzniki prodali kar 2,6 milijona lotov, indeks DJIA pa je v tej uri izgubil kar 8 odstotkov svoje vrednosti (Galbraith, 1988, str. 66-87). Naslednji dan, 24. oktobra, je nastopila panika. Večina poslov, sklenjenih je bilo kar za 12,9 milijonov lotov, je bilo opravljenih v jutranjih urah, takoj po odprtju borze. Povpraševanja praktično ni bilo in padec je bil neizogiben. Delnice so v povprečju padle za 10 odstotkov. Po koncu trgovanja se je panika preselila na ulico, kjer so se zbirali ljudje ter se panično spraševali kaj se dogaja, ko so se nekateri borzni špekulanti s stolpnice na Wall Streetu metali v smrt. Dan je v zgodovini ostal zapisan kot črni četrtek.

Vodilni možje na Wall Streetu so hitro odreagirali, se združili v konzorcij in s skupnimi sredstvi poizkusili stabilizirati trg. Podpredsednik newyorške borze in borzni posrednik hiše J. P. Morgan, Richard Whitney, je naslednji dan začel na veliko kupovati delnice po višjih cenah od izklicne, psihološki efekt, ki ga je ustvaril, pa je preprečil nadaljnji kolaps. Vsi bančniki in posredniki, ki so sodelovali pri reševanju krize, so vsaj za nekaj časa postali heroji, saj je trg v petek celo nekoliko zrasel, do večjih nihanj pa ni prišlo niti v skrajšanem sobotnem trgovanju. Celo sicer oprezni časnik New York Times je zapisal: »Sedaj, ko vemo, da so največje banke v državi pripravljene preprečiti takšno ponovitev, je borza varna.« Oglašil se je tudi ameriški predsednik Herbert Hoover, ki je dejal, da je gospodarstvo na uspešnih in zdravih temeljih. Takšne komentarje je javnost sprejela pozitivno in izgledalo je, da je najhujše mimo (Smith, 2004, str. 124-126). A se je trg v ponedeljek ponovno zlomil. Črnemu ponedeljku, ko je izpuhtelo 12,8 odstotkov vrednosti, je sledil črni torek, ki je odnesel še nadaljnjih 11,7 odstotkov pri prometu 16,5 milijonov lotov.

Najhujša kriza je trajala do 13. novembra, ko je bila vrednost indeksa od svojega septembrskega vrha nižja že skoraj 50 odstotkov, izpuhtelo pa je 30 milijard dolarjev ameriškega gospodarstva, kar je več, kot je ZDA stala prva svetovna vojna. Vrednosti borznih indeksov so si nekoliko opomogle v začetku naslednjega leta, vendar je republikanski predsednik Hoover junija naredil usodno napako s podpisom Smoot-Hawleyjevega zakona o carinah, ki je poglobil krizo doma in na tujem. Hoover je položaj kasneje še poslabševal z zviševanjem davkov. Investicije so povsem zamrle, število brezposelnih pa je v teh letih naraslo na 17 milijonov. Propadlo je več tisoč bank, ki so jih oblegali panični varčevalci.

Indeks DJIA je dno dosegel šele 8. julija leta 1932, ko je dan zaključil pri vrednosti 41,22 točk, kar je pomenilo kar 89 odstotni padec v primerjavi s septembrskim vrhom leta 1929. Raven slednjega je indeks prvič dosegel šele četrto stoletje po Velikem zlomu, leta 1954.

Slika 2: Gibanje vrednosti indeksa DJIA med leti 1925 in 1935



Vir: M. Štor, *Največje ekonomske krize in njihov vpliv na svetovne kapitalske trge*, 2002, str. 10.

Po katastrofalnem padcu je ameriška vlada sprejela več ukrepov, ki so naredili kapitalski trg bolj pregleden (Štor, 2002, str. 13):

- zakon, ki naj bi poskrbel za popolno razkritje podatkov in preprečeval goljufije pri trgovanju z vrednostnimi papirji, imenovan *Securities Act*, sprejet leta 1933.
- zakon, ki je poskrbel za nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji in za ustanovitev ameriške komisije za vrednostne papirje in trgovanje (angl. *American Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC), imenovan *Securities Exchange Act*, sprejet leta 1934.
- zakon, s katerim so poskrbeli za nadzor OTC trga (trga poslov preko pulta; angl. *over the counter*), imenovan *Maloney Act*, sprejet leta 1938.

4.1 Kaj pravijo strokovnjaki?

V letih po zlomu je tako med akademiki kot v širši javnosti prevladovalo prepričanje, da so edini krivec za zlom in posledično veliko ekonomsko krizo prekomerne špekulacije. Špekulanti, ki naj bi bili krivi za destabilizacijo trgov, so bili tarče zaničevanja. Mnogi so se spomnili na besede Karla Marxa, ki je špekuliranje v ekonomiji primerjal z izvirnim grehom v teologiji (Smith, 2004, str. 128). Špekulacije se kot glavni razlog pojavijo tudi 25 let kasneje v knjigi Johna Kennetha Galbraitha z naslovom *The Great Crash 1929*, ki velja za klasično delo

o zgodovinskem dogodku. Še danes mnogi strokovnjaki iščejo nove razlage, zakaj je prišlo do tako nenadnega zloma ...

New York Times je dan po zlomu, 30. oktobra, objavil članek, v katerem kot vzrok za špekulacije omenja potencialne združitve, prevzeme in dobre rezultate podjetij, med negativne novice, ki bi lahko vplivale na zlom pa uvrsti kolaps Hatryjevega finančnega imperija v Veliki Britaniji. Clarence Hatry je namreč do svojega imperija prišel preko goljufij in ponarejevanj bilanc ter vrednostnih papirjev. Ko je resnica prišla na dan, je Hatry naznanil bankrot, Banka Anglije pa je za ublažitev razmer zvišala obrestno mero. To je povzročilo, da so Britanci svoja sredstva začeli iz ZDA prenašati nazaj domov. Charles Geisst v svojem delu *Wall Street* iz leta 1999 pravi, da je Hatryjeva polomija poslala odsev do Wall Streeta ravno v najbolj ranljivem času. Da je slednja eden od dejavnikov, ki so vplivali na kasnejši zlom, so zapisali tudi v *Financial Timesu* in *Economistu*.

Smith (2004, str. 130) sicer priznava, da se je dogodek znašel na naslovnica newyorških časnikov, vendar meni, da ni imel pomembnega vpliva na borzni trg. Dodaja še, da je do bankrota prišlo septembra, skoraj mesec dni pred borznim zlomom, evropski vlagatelji pa so imeli v tem času na borzi premalo sredstev, da bi lahko njihova dejanja povzročila zlom.

Da afera Hatry ni imela vpliva na newyorško borzo je v svoji raziskavi zapisal tudi Bierman (2008) z univerze Cornell, ki podaja enake razloge kot Smith.

Ob branju člankov o vzrokih Velikega zloma lahko kmalu ugotovimo, da tudi po skoraj 80 letih ni zaslediti konsenza strokovnjakov. Enotnega vzroka torej ni in ga najbrž nikoli ne bomo izvedeli. Strokovnjaki jih omenjajo več, med njimi pa nekateri večjo težo pripisujejo enim, drugi drugim.

Barlett (1999) enega izmed njih vidi v Smoot-Hawleyjevi uvedbi carin. Čeprav je bil zakon sprejet šele leta 1930, pa so se mnoge aktivnosti začele že v letu 1929. Barlett namreč opominja, da kljub še ne sprejetem zakonu trg hitro absorbira informacije o prihodnosti, ki bi lahko imele negativen vpliv na dobičke podjetij. Slednje se je v tridesetih letih izkazalo za resnično, saj so carine pospešile zaton svetovne trgovine in ameriškega gospodarstva.

Gusmorino (1996) meni, da je za zlom in Veliko depresijo najbolj zaslužna neenakomerna porazdelitev premoženja v dvajsetih letih prejšnjega stoletja ter prekomerno špekulativno vedenje vlagateljev. Neenakomerna porazdelitev je obstajala v več segmentih (bogati/revni; industrija/kmetijstvo; Amerika/Evropa), kar je destabiliziralo gospodarstvo, omogočila pa jo je povečana proizvodnja. Slednja se je med leti 1923 in 1929 v povprečju povečala za 32 odstotkov, medtem ko so plače proizvodnih delavcev v tem času narasle le za 8 odstotkov. Razliko so predstavljali dobički. K naraščajočemu razmahu med bogatimi in revnimi je pripomogla tudi ameriška vlada, ki je večkrat znižala davke, od česar so imeli koristi

predvsem bogati. Da gospodarstvo pravilno funkcionira morata biti uravnana povpraševanje in ponudba, kar pa ob neenakomerni porazdelitvi bogastva ni nujno zagotovljeno. Zgodilo se je ravno to, da je prišlo do presežka ponudbe dobrin. Problem ni bil v nezaželenosti, a si revni več kot toliko niso mogli privoščiti, bogati pa niso potrebovali več kot toliko. Rešitev, ki se je ponujala je kupovanje na kredit. Ljudje so lahko svoja plačila prenesli v prihodnost, vendar se je s tem tudi problem le prenesel na kasnejši čas, ko so ljudje morali poplačati stare nakupe, niso pa imeli sredstev za nove. Gusmorino navaja tudi velike razlike med novo industrijo in kmetijstvom. Medtem ko je država podpirala razvoj avtomobilske in radijske industrije, je po drugi strani zanemarjala kmetijstvo. Avtor opozarja, da je bila odvisnost gospodarstva le od ene ali dveh dejavnosti nevarna. V primeru krize v eni od takih dejavnosti, bi posledice čutilo celotno gospodarstvo. Ker se radijska in avtomobilska industrija nista mogli širiti v nedogled, se je to tudi zgodilo. Tretja neenakomerna razporeditev bogastva je obstajala med ZDA in Evropo. Slednja se je po drugi svetovni vojni postavljala na noge, medtem ko je ameriško gospodarstvo cvetelo. ZDA so s številnimi posojili pomagale Evropi, ta pa jih ni uspela vračati. Svoje so dodale še ameriške carine, ki so se v dvajsetih letih povečale tudi do 100 odstotkov. To je oteževalo ostalim državam kupovati ameriške dobrine, kar pa je bilo nujno potrebno za razvoj ameriškega gospodarstva. Ko povpraševanje v Evropi ni moglo več zadostiti veliki ponudbi dobrin iz ZDA, je v letu 1929 prišlo do več kot 30 odstotnega znižanja ameriškega izvoza. Posledica neravnovesja na vseh naštetih področjih je bilo nestabilno svetovno gospodarstvo. Dvajseta leta 20. stoletja so bila leta največje prosperitete dotlej, vendar je prav to povzročilo vse večji prepad med bogatim in srednjim slojem. Po eni izmed študij inštituta iz Brooklyna je imel v letu 1929 le 0,1 odstotek celotnega prebivalstva kar 34 odstotkov celotnih privarčevanih sredstev, medtem ko 80 odstotkov ljudi odvečnih sredstev ni imelo.

Cargill in Mayer (1998) z univerz v Nevadi in Kaliforniji se prav tako ne strinjata s tistimi, ki pravijo, da je bil borzni zlom neizogiben. Dobički in dividende, ki so strmo naraščali v dvajsetih letih, ter nova tehnologija in moderne tehnike upravljanja podjetij so po njunem mnenju upravičevali pozitivne projekcije za prihodnost ter velike rasti delnic. Nekdo bi lahko rekel, da so bile delnice septembra leta 1929 precenjene, vendar pa bi težko trdili, da si bili nivoji popolnoma pretirani. Da rasti v tistem času niso bile brez primerjave v sedanjem času prikažeta tudi s primerom. Cene, merjene z indeksom S&P 500 (vzdržuje ga družba Standard & Poor's, vsebuje pa košarico delnic 500 največjih podjetij, večinoma ameriških), so med septembrom 1927 in vrhom v septembru dve leti kasneje zrasle za 72 odstotkov, medtem ko so med decembrom 1994 in decembrom 1996 zrasle za 63 odstotkov in so rasle še naprej. Tudi če upoštevamo še inflacijo, ki razliko nekoliko poveča, pa ta ni ogromna.

Mnogi ekonomisti modernega časa so sprejeli interpretacijo Friedmana in Schwartzove, ki sta tako za zlom borze kot veliko depresijo okrivila Ameriške zvezne rezerve (v nadaljevanju Fed). Te naj bi z restriktivno politiko v letu 1929 želele umiriti rasti borznih tečajev. Ker je

Fed s tako politiko nadaljeval tudi po zlomu je prišlo do številnih propadov bank (Cargill & Mayer, 1998).

Slabost se je nanašala na previsoko medsebojno odvisnost bank. Če je bila ena izmed teh nesolventna, tudi druge banke, ki so imele sredstva naložena v njej, niso mogle do svojega denarja. Temu je sledil efekt, ki ga lahko primerjamo s padanjem domin, saj tudi ljudje niso mogli do svojih prihrankov v tistih bankah, ki so bile kakorkoli povezane z nesolventno banko (Štor, 2002, str. 12). S to interpretacijo se strinja tudi William Greider, avtor najbolj prodajane knjige o ameriški centralni banki.

Zgrešeno monetarno politiko v letih pred zlomom krivi tudi Reed (1994). Ponudba denarja in kreditov je močno povezana z ekonomsko aktivnostjo. V primeru, da se ponudba poveča, se obrestne mere znižajo. Poceni denar se porabi za nove projekte in investicije, ki vodijo v razcvet. Sčasoma ekspanzija dozori, stroški rastejo, naraščati začnejo tudi obrestne mere, kar začne stiskati dobičke. Učinki poceni denarja izginejo, centralne banke pa v strahu pred inflacijo znižajo ponudbo denarja, kar še dodatno upočasni rast. Fed je v letu pred zlomom štirikrat dvignil obrestno mero, s 3,5 na 6 odstotkov, kar je izbilo že tako šibak temelj hišice iz kart.

Bierman (1999 & 2008) je v svojih delih predstavil več vzrokov, ki so po njegovem mnenju vplivali na potek dogodkov v letu 1929. Velik vpliv naj bi imel poizkus pomembnih ljudi (Fed, ameriški senat, Philip Snowden...) in medijev na zaježitev špekulativnega vedenja. Naslednji razlog vidi v ekspanziji investicijskih družb, javnih holdingov in možnosti kupovanja na kredit (angl. *margin buying*), kar je vzpodbudilo nakupovanje delnic gospodarskih javnih družb, katerih cene so se močno povečale. Prav slednje so bile najbolj ranljive ob pojavu slabih novic o regulaciji javnega sektorja. Negativne novice, ki so se pojavile oktobra 1929 so povzročile drastičen padec delnic javnih družb. Vlagatelji, ki so kupovali na kredit, so bili prisiljeni prodajati, kar je preraslo v panično prodajanje vseh delnic.

Da precenjenost delnic ni bila samoumevna ponazarja tudi s tem, da se je opeklo mnogo priznanih ekonomistov tistega časa. Irving Fisher je delnice nakupoval tako pred kot po zlomu, na koncu pa je ostal brez celotnega premoženja. Močno se je stanjšala denarnica tudi enemu vodilnih svetovnih ekonomistov prve polovice 20. stoletja, Johnu Maynardu Keynesu. Bierman citira tudi Paula Samuelsona, ki priznava, da tudi sam bržkone ne bi ubežal prodajnemu valu. S temi primeri želi dokazati, da cen niso dvigovali le norci in špekulanti, kot je največkrat opredeljeno v teoriji o borznih zlomih.

Bierman se dotakne tudi fundamentalnih vrednosti trga. Vrednost kazalnika P/E za 45 industrijskih delnic je med letom 1928 zrasla z 12 na 14, v letu 1929 pa se je povzpela nad 15. Čeprav vrednosti niso bile nizke, pa niso izstopale iz dolgoročnega zgodovinskega povprečja. Kot primerjavo navaja vrednost kazalnika za indeks S&P 500, ki je julija 2003 presegel

vrednost 33. V prvih devetih mesecih leta 1929 je 1436 podjetij najavilo zvišanje dividend. Leto prej je to storilo 955 podjetij, leta 1927 pa 755. Močne temelje so spremljale tudi pozitivne novice o ekonomski aktivnosti. Prva relevantna novica, ki je po Biermanovem prepričanju zanetila požar, je bila izjava britanskega finančnega ministra Snowdena, ki je trgovanje v ZDA označil za "popolno špekulativno orgijo". Njegove besede so se naslednji dan že pojavile v časnikih Wall Street Journal in New York Financial Times. Da je temu res tako, sta se ustrašila tudi Fed in ameriški senat, občutek prenapihnenosti pa so poleg vladnih uslužbencev vzbujali tudi mediji. Če mediji nekaj dovolj pogosto poudarjajo, velik del prebivalstva to začne verjeti. Snowdenova izjava je sprožila preplah, ki je pocenil delnice. Padci so ogrozili kritja za nakupe, svoje pa je dodal odbor za javni sektor, ki je najavil spremembe in nove predpise, ki bi spremenili načrte za prihodnost javnih gospodarskih družb, s tem pa so njihove sedanje cene postale neupravičeno visoke. Sledil je naslednji padec cen, ki je kritja še dodatno oslabil, kar se je na določeni točki sprevrglo v prodajno paniko, ki bo v zgodovini ostala zapisana kot Veliki borzni zlom.

5 BORZNI ZLOM LETA 1987

Svetovne borze so v osemdesetih letih prejšnjega stoletja beležile visoko rast. Margaret Thatcher v Veliki Britaniji in predsednik ameriške centralne banke Paul Volcker sta leta 1979 naredila velik korak pri prehodu v svobodno tržno gospodarstvo. Bikovski trend je bil posledica popuščajóe monetarne politike, ki jo je omogočila uspešna protiinflacijska politika, svoje pa so dodale tudi nove teorije o tržnem tveganju in učinkovitosti, ki so imele poglobljen vpliv na pritok denarja upokojencev in tistih, ki so za pokojnino varčevali na borzi. Široko sprejeta portfeljska teorija (angl. *portfolio theory*), ki daje osnove za oblikovanje ustrezne strukture naložb z vidika tveganja (diverzifikacija), donosnosti in likvidnosti, je izbrisala mnoge omejitve pri trgovanju. Mnogi trgi so iz domačih prerasli v odprte, mednarodne trge, kar je borznim igralcem, ki do tedaj niso imeli dosti izkušenj z investiranjem na tujem, odprlo številne priložnosti (Smith, 2004, str. 193-198).

V osemdesetih letih je prihajalo tudi do številnih povezovanj družb. Vlagatelji so v pričakovanju prevzemnih premij cene potiskali vse višje. Za ta čas so bili še posebej značilni sovražni prevzemi (angl. *hostile takeover*), ki jih literatura definira kot pridobitev kontrole nad delniško družbo proti volji njenega vodilnega managementa oziroma organa upravljanja (Kocbek, 1999, str. 329), ter notranji odkupi s pomočjo finančnega vzvoda. Družbe, ki so hotele pridobiti delnice nekega podjetja, so izdale zelo tvegane obveznice z visoko obrestno mero (angl. *junk bonds*) in s tem denarjem kupile podjetje, katerega cena delnice se jim je zdela podcenjena. Podjetje so nato razdelili na več poslovnih enot in prodali vsako posebej, za kar so dobili več, kot če bi prodali podjetje kot celoto. Ker pa so morebitni novi lastniki želeli večinski delež v podjetjih, so bili za delnice pripravljeni plačati visoko ceno (Štor, 2002, str.

25). Po nekaterih podatkih naj bi v teh letih polovica vseh večjih ameriških družb prejela prevzemno ponudbo.

Dolgoročno vlaganje v delnice je postajal vse bolj sprejet način plemenitenja denarnih sredstev. Pojavili so se mnogi vzajemni in pokojninski skladi, saj se je razširilo pravilo, da diverzificiran portfelj delnic lahko povprečnemu vlagatelju zagotovi soliden zaslužek pri sprejemljivem nivoju tveganja. Prilivi v sklade so bili ogromni, kar je imelo dodaten vpliv na borzne trge (Carlson, 2007, str. 3).

Leta 1987, ko so delnice na ameriški borzi iz dneva v dan dosegale nove vrhove, je predsednik Feda postal Alan Greenspan, ki je kmalu po zavzetju položaja naročil tajno raziskavo o potencialnih borznih krizah, ki bi lahko destabilizirale finančni sistem. Ena od stvari, ki so skrbele Greenspana je bilo trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti (opcije, terminske pogodbe...), ki so se v zadnjem času hitro razvili (Smith, 2004, str. 221). Nezanemarljiva je bila tudi vse večja uporaba računalniško podprtega borznega trgovanja (angl. *program trading*), kjer so pod določenimi pogoji posle izvajali računalniki. Obstajali sta dve strategiji, ki ju je omogočalo tako trgovanje: indeksna arbitražna (angl. *index arbitraging*) in zavarovanje portfelja z ustreznim računalniško urejenim reagiranjem na tržna gibanja (angl. *portfolio insurance*). Namen zavarovanja portfelja je omejitev izgub v času tržnih padcev. Računalniški model izračunava optimalno razmerje med denarjem in delnicami glede na trenutne cene delnic in predlaga povečano izpostavljenost delnicam v času vzponov in obratno. V praksi večina upravljalcev izvaja svoje operacije na terminskih trgih. Z nakupom indeksne terminske pogodbe v času rasti oziroma s prodajo v času padanja cen, so se zavarovalci portfelja lahko zaščitili pred padci na klasični borzi, brez da bi trgovali z delnicami, kar je bilo dosti ceneje (Carlson, 2007, str. 4). Indeksna terminska pogodba je nekakšna opcija (kupec opcije za izbran vrednostni papir ima pravico na vnaprej določen dan kupiti ali prodati določeno količino vrednostnega papirja po vnaprej dogovorjeni ceni), ki se nanaša na celoten indeks trga, tako da nakup oziroma prodaja takšne pogodbe pomeni nakup ali prodajo trga, ne da bi bilo pri tem potrebno trgovati z vsako delnico iz indeksa. Nevarnost, ki se pojavlja, je istočasna prodaja delnic in terminskih pogodb v velikih količinah.

Namen indeksne arbitraže je ustvarjanje profita s pomočjo izkoriščanja razlik v vrednosti delnic v določenem indeksu in vrednostjo indeksne terminske pogodbe. Če je vrednost delnic nižja od terminske pogodbe, bodo arbitražerji kupili delnice in prodali terminske pogodbe, saj vedo, da se bodo cene zblíževale do dneva, ko terminska pogodba zapade (Carlson, 2007, str. 4). Računalniško podprti sistemi, ki omogočajo istočasen nakup ali prodajo velikih količin, arbitražni proces zelo pospešijo.

V sredo 14. oktobra sta bili objavljeni dve novici, ki sta povzročili padec ameriških borz. Vložen je bil zakon, ki je predvideval ukinitve davčnih olajšav povezanih s financiranjem združevanj podjetij, kar je zmanjšalo pričakovanja o prevzemnih aktivnostih v določenih

podjetjih. Drugi objavljen podatek pa je razkril, da je bil že tako problematičen trgovinski primanjkljaj v mesecu avgustu precej večji od pričakovanj. Objava je sprožila padec ameriškega dolarja in pričakovanja o ostrejših ukrepih Fed. Zvišale so se obrestne mere, kar je za borzne trge pomenilo še dodaten pritisk. Vrednost delnic se je nižala tudi naslednja dneva. Prodajni pritisk so v četrtek povzročili nekateri zaskrbljeni posamezniki in pokojninski skladi, ki so svoje naložbe začeli preusmerjati v varnejše obveznice. Proti koncu trgovalnega dne so se na strani prodajalcev pojavili tudi varovalci portfeljev (angl. *portfolio insurers*). Borzni indeks DJIA je od svojega vrha, ki ga je dosegel 25. avgusta, izgubil že več kot 12 odstotkov. Podobno se je godilo tudi v petek – strah med vlagatelji se je še povečal, skladi so oddajali enormna prodajna naročila, svoj doprinos pa so imeli tudi tehnični dejavniki. Ta dan so namreč zapadle nekatere opcije, investitorji pa so se v želji po zavarovanju pred padci delnic zatekli na terminsko borzo, kjer so prodajali terminske pogodbe. Cena indeksnih terminskih pogodb je padla, tako da se je naredila razlika v vrednosti teh pogodb v primerjavi z vrednostjo indeksa na newyorški borzi. To so nekateri želeli izkoristiti z arbitražo (nakup terminskih pogodb, prodaja delnic), kar je bil še dodaten pritisk na delnice (Carlson 2007, str. 6-7). Svoje so dodali tudi čedalje bolj napeti odnosi z Iranom, saj so prav ta dan ob kuvajtski obali iranski izstrelki zadeli ameriški tanker in pričakovati je bilo, da bodo Američani vrnili udarec.

Po končanem trgovanju 16. oktobra so se mnogi borzni igralci zavedali, da jih v ponedeljek ne čaka nič dobrega. Zavarovalcem portfeljev so njihovi računalniški modeli predlagali še dodatne prodaje delnic in terminskih pogodb, zaradi številnih zahtevkov po izplačilu pa so bili prisiljeni prodajati tudi skladi.

V ponedeljek 19. oktobra je situacija postala zaskrbljujoča. Za prvi preplah sta poskrbeli ameriški bojni ladji, ki sta v zgodnjih jutranjih urah zadeli iransko naftno ploščad v Perzijskem zalivu. Druga skrb pa so bila številna prodajna naročila, ki so že pred samim začetkom trgovanja presegala nakupna v taki meri, da številni posredniški strokovnjaki v prvi uri trgovanja niso izvajali naročil. S kar enajstimi od tridesetih delnic indeksa DJIA v dobre pol ure ni bilo sklenjenega nobenega posla. To je povzročilo tudi težave pri interpretaciji vrednosti indeksa, ki je izračunan glede na zadnje cene delnic, ki ga sestavljajo. Tako so bile cene nekaterih delnic v indeksu stare, kar se je odrazilo v višji vrednosti indeksa, kot bi bila sicer. Po drugi strani pa je bil terminski trg v Chicagu, kjer so se cene močno znižale, odprt pravočasno. Prišlo je do velike (navidezne) razlike med vrednostjo indeksa oblikovanega na obeh trgih. To je bil znak strokovnjakom za indeksne arbitraže, ki so pohiteli s tržnimi prodajnimi naročili, a ko so se ta izvedla so ugotovili, da so prodali veliko ceneje, kot so sprva pričakovali. Padanje cen je imelo učinek tudi na zavarovalce portfeljev, katerim so modeli nakazovali še nadaljnje prodaje, tako na navadni kot terminski borzi. Trg so preplavila prodajna naročila, katerih mnogi posredniki niso bili sposobni izvesti. Telefoni so ostajali nemi ...

Ko je predsednik SEC-a naznanil, da razmišlja o zaustavitvi trgovanja na newyorški borzi je ustvaril še dodatno paniko. Ljudje so se ustrašili, da se ne bodo mogli znebiti svojih papirjev, zato so začeli panično prodajati še na ostalih borzah. Tudi arbitražerji, ki bi morali stopiti v akcijo, ko pride do razlik na borzah, so obsedeli križem rok. Njihovih nalog v takšni situaciji preprosto ni bilo mogoče izvesti.

Ko se je 19. oktobra, ki bo ostal znan pod imenom črni ponedeljek, ameriška borza zaprla je znašal padec indeksa DJIA rekordnih 23 odstotkov, indeks S&P 500 pa je na terminski borzi izgubil 29 odstotkov. Rekorden je bil tudi promet, saj so bili ta dan prodani 604 milijoni delnic, medtem ko je bila pričakovana maksimalna dnevna kapaciteta 450 milijonov (Toporowski, 1993, str. 124). Promet bi bil še veliko večji, če bi bilo možno izvesti vsa čakajoča naročila. Večina prometa je bila močno skoncentrirana. Kot primer lahko navedem, da je družba Wells Fargo Investment Advisers v trinajstih paketih prodala kar za 1,1 milijardo ameriških dolarjev delnic.

Zanimivo je dejstvo, da se borzni zlom leta 1987 ni začel v ZDA. Črni ponedeljek se je pričel na vzhodu Azije, kjer so se borze prve odprle. Borze so bile, z izjemo japonske, priča silovitim padcem. Kamor se je premaknilo sonce se je razširila panika, kar se je nazadnje zgodilo "čez lužo". Po zlomu v ZDA se ostale borze niso mogle izogniti velikim padcem niti v torek 20. oktobra in cel svet je čakal kakšen bo ta dan odziv na najbolj razvitem svetovnem trgu (Smith, 2004, str. 228). Pred odprtjem trga je Fed objavil naslednje sporočilo: »Fed kot ameriška centralna banka je danes v skladu svojimi odgovornostmi pripravljen služiti kot vir likvidnosti v podporo ekonomskemu in finančnemu sistemu.« Učinek je bil pozitiven. Odboj na newyorški borzi v zgodnjih jutranjih urah je marsikateremu posredniku omogočil, da se je znebil zalog vrednostnih papirjev, ki so mu ostali s prejšnjega dne. Vendar olajšanje ni trajalo dolgo, saj je kupcem kmalu zmanjkalo moči in cene so ponovno začele padati. Trgovanje z nekaterimi delnicami je bilo zaustavljeno, prekinjen pa je bil tudi avtomatski vnos naročil, ki so ga uporabljali za indeksno arbitražo. Posledično je bil zmanjšan pritisk na prodajni strani, saj arbitražerji niso mogli prodajati delnic. V drugi polovici dneva so velike korporacije najavile ponovne nakupe svojih delnic, ki so sedaj kotirale na bistveno nižjih nivojih kot pred dnevi. Nakupna stran je ponovno pridobila nekaj moči, kar je vodilo v miren zaključek trgovalnega dne in izkazalo se je, da je bilo najhujše mimo (Carlson 2007, str. 10-11).

Tuje borze so se naslednji dan po zgledu ameriške umirile, a so kljub temu do konca meseca še nekaj izgubile, medtem ko je ameriški borzni trg v tem obdobju že nekaj malega nadoknadil. Vse države pa so mesec oktober končale v globokem minusu. Še najbolj jo je odnesla Avstrija, ki je v tem mesecu izgubila "le" 12,8 odstotka (merjeno v ameriških dolarjih), največji poraženec pa je bil Hongkong s 45,8 odstotnim padcem (Smith, 2004, str. 230-231).

Tabela 1: Spremembe vrednosti svetovnih indeksov med 14. oktobrom in 3. novembrom 1987

Borzni trg	Padec indeksa (v odstotkih)
London	-28,6
New York	-18,6
Tokio	-13,5
Nemčija	-23,6
Francija	-19,7
Avstralija	-36,4
Hongkong	-43,3
Toronto	-19,2
Svetovno povprečje (MSCI World Index)	-16,9

Vir: J. Toporowski, *The economics of financialmarkets and the 1987 crash*, 1993, str. 130.

Kljub velikim borznim padcem na vseh svetovnih trgih pa ni prišlo do podobne gospodarske krize, kot smo ji bili priča po borznem zlomu leta 1929.

5.1 Kaj pravijo strokovnjaki?

Borzni zlom leta 1987 je sprožil številne polemike, ki pa nikoli niso podale enotnega mnenja o vzrokih za enormne padce na svetovnih borzah. Po dogodku je SEC raziskal vzroke, med katerimi največjo krivdo pripisuje portfeljskemu zavarovanju, ki ga je omogočilo računalniško podprto trgovanje. Da vzrok ne more tičati le v računalniških programih pojasnjuje dejstvo, da večina svetovnih držav, ki so prav tako utrpele padce vrednostnih papirjev, računalniških sistemov za trgovanje še niso poznali, razvitih pa niso imeli niti terminskih borz, kjer so se ti sistemi uporabljali. Večina strokovnjakov se strinja, da to ne more biti edini vzrok, je pa vsekakor doprinesel k večjemu padcu, kot bi mu bili priča sicer.

Uradna raziskava je bila sprožena tudi v Veliki Britaniji, kjer je bil terminski trg relativno majhen v primerjavi z borznim, zato portfeljskega zavarovanja ni bilo možno kriviti za zlom. Raziskava se je osredotočila na možnost prodajnega pritiska na londonski borzi s strani tujih trgov, a nikoli ni predstavila trdnih dokazov o tem ali kakšnem drugem vzroku.

Baigent in Massaro (2005) sta po drugi strani trdno prepričana, da je obstoj portfeljskega zavarovanja edina razlaga borznega zloma. Ta naj bi zelo pripomogel, da so trgi pred tem rastli s tako naglico, saj je se je količina sredstev v teh produktih v letu 1987 povečala za 400 odstotkov. Ko je trg nekaj dni pred zlomom padel za 10 odstotkov, bi morale biti po načelu strategije portfeljskega zavarovanja na terminskem trgu prodanih za 12 milijard dolarjev sredstev. Do petka, zadnjega trgovalnega dne pred črnim ponedeljkom, so bile prodane le štiri

milijarde. Glede na ta podatek je bil prodajni pritisk v ponedeljek pričakovan. To je posredno vplivalo tudi na prodaje investorjev, ki so se tega zavedali in v ponedeljek pohiteli s prodajami. 19. oktobra sta kar 10 odstotkov prometa ustvarila dva portfeljska zavarovatelja, ki sta s svojim dejanjem v prodajo prepričala še marsikoga. Avtorja zavračata očitke kritikov, ki pravijo, da so padli tudi trgi, ki teh instrumentov ne poznajo. Po njunih besedah pozabljajo, da so trgi medsebojno povezani. Sredstva na ostalih svetovnih trgih niso bila neodvisna od ameriškega. Normalno je, da največji padec v zgodovini največjega trga vpliva na zaupanje vlagateljev na ostalih trgih. Korelacija trgov je bila tudi v letih pred zlomom visoka. Očitke tistih, ki pravijo, da so prve padce doživeli trgi, ki se odprejo še pred ameriškim, pa zavračata z dejstvom, da so bili ti padci še posledica tistih, ki so se v ZDA zgodili med 14. in 16. oktobrom.

Na novico, ki bi lahko povzročila tak padec, tudi desetletje po zlomu ni znal pokazati nihče. To je v nelagoden položaj postavilo zagovornike teorije učinkovitega trga, ki pravijo, da podoben premik v ceni delnic lahko povzroči le pomembna novica oziroma dogodek. Da le-tega ne pozna je priznal tudi Eugene Fama, ki je razvil hipotezo o učinkovitem trgu. Pojavili so se številni kritiki le-te, saj domnevno učinkovit trg ne more izgubiti skoraj četrtine vrednosti v enem dnevu. Njihovo mnenje je, da je moral biti trg napačno ovrednoten – ali pred ali po zlomu. Ekonomist in profesor Robert Shiller je po zlomu učinkovitostno teorijo označil za eno večjih napak v zgodovini ekonomske teorije, sam pa iskal vzroke predvsem v precejenosti trga in obnašanju investorjev. Tako je v času borznega zloma med vlagatelje, tako male kot večje, razposlal vprašalnik o njihovem obnašanju v danem obdobju. Rezultati ankete so pokazali da (Shiller, 1990):

- 19. oktobra in v dneh pred tem ni nobena novica ali govorica bistveno vplivala na obnašanje vlagateljev
- novice v tednu pred zlomom niso bistveno vplivale na odločitve o nakupih ali prodajah delnic na borzi
- so številni vlagatelji bili mnenja, da lahko predvidijo dogodke na trgu
- so bili tako kupci kot prodajalci pred zlomom mnenja, da je trg pregret
- številni vlagatelji vidijo vzrok za zlom v psihologiji drugih vlagateljev
- je na številne vlagatelje vplivala tehnična analiza
- ...

Shiller v številnih delih poizkuša predstaviti kako obnašanje vlagateljev, ki ni vedno racionalno, lahko vpliva na cene delnic. Behavioristi zagovarjajo, da vlagatelji delajo napake, ki se v večjem ali manjšem obsegu odrazijo na borznih tečajih.

Hart in Tauman (2004) pravita, da do borznega zloma lahko pride brez zunanje šoka, ki bi spremenil notranjo vrednost sredstev in povzročil zlom, ki bi se končal z recesijo. V svojem delu dokazujeta, da je borzni zlom v takih primerih lahko le rezultat informacij, ki jih

udeleženci na trgu procesirajo sami. Na zunaj se nič ne spreminja, pod površjem pa se postopoma producirajo informacije, ki na določeni stopnji povzročijo močno spremembo v obnašanju. "Skupno znanje" (kaj nekdo ve o tem, kar drugi ve ... itd.), kot ga imenujeta avtorja, se pod površjem nabira korak za korakom zelo dolgo časa, kar pa se na trgovanju ne odraža. Vsi le spremljajo dnevno tržno dogajanje, kot so cene, promet in podobno. Prisotnih ni nobenih drugih negativnih novic. Povsem na zunaj neopazno pa udeleženci sproducirajo informacijo, ki povzroči preskok. Svojo teorijo podkrepi tudi z matematičnim primerom, ki pa presega okvirje pričujočega dela.

Tudi SEC-ovo poročilo kot enega izmed razlogov navaja nezanesljive informacije, saj je bilo v razmerah hitro spreminjajočih se cen, težko dobiti prave. Povrhu so bili nezanesljivi tudi podatki o vrednosti indeksov, saj se z nekaterimi delnicami ni nepretrgoma trgovalo. Svojo težo so dodale še govorice o možnosti zaprtja borze (Carlson, 2007, str. 17). V podobnih primerih pride do črednega nagona, ko se vlagatelji z malo informacijami ravna po vzoru ostalih v upanju, da so ti vlagatelji bolje informirani.

Rees (2007) v svojem prispevku predstavi sedem najpogostejše omenjenih vzrokov za zlom, ki se pojavljajo v akademskih krogih. Prvi trdijo, da je šlo le za korekcijo trga, ki je preveč zrasel. Kazalec P/E je znašal 23, kar je bila največja vrednost po drugi svetovni vojni. Edina posebnost te korekcije je bila, da se ni raztegnila čez daljše obdobje. Drugi krivijo Washington, ki je naznanil, da bo omejil odbitke pri obrestih namenjenih za združevanje in prevzeme podjetij. Tretji pravijo, da je kriva tehnologija, ki je zatajila v ponedeljkovem trgovanju. Mehanizem, odgovoren za procesiranje poslov in oddajanje informacij, ni bil dorasel prometu. V času panike je od slabe informacije slabša le še nezanesljiva informacija ali če te sploh ni. Sistem je deloval z veliko zamudo ter izvrševal posle po drugačnih cenah od naročenih. Četrti krivijo paniko na mednarodni trgih, peti portfeljsko zavarovanje – vzroka o katerih pišem že v prejšnjih odstavkih. Šesti vzrok, ki ga omenja Rees je izjava Davida Ruderja, predsednika SEC-a, ki je sredi trgovanja naznanil možnosti zaustavitve trgovanja. Neposrečena izjava je povzročila dodaten preplah. Kot zadnji vzrok za zlom se omenja prav strah pred navpičnim padcem. Avtor se na koncu prispevka tudi sam opredeli ter pojasni, da mu je najbližja tretja skupina akademikov. Trg namreč potrebuje cene, da deluje učinkovito, teh pa ob neprimerni infrastrukturi ni bilo možno dobiti. Racionalno je, da nehaš kupovati, če ne veš po kakšni ceni bodo posli izvedeni. Če je to res pravi razlog, se lahko nadajamo, da se v prihodnosti kaj takega ne bo več ponovilo, saj so se tehnologija in trgovalni sistemi v zadnjih dveh desetletjih močno izboljšali.

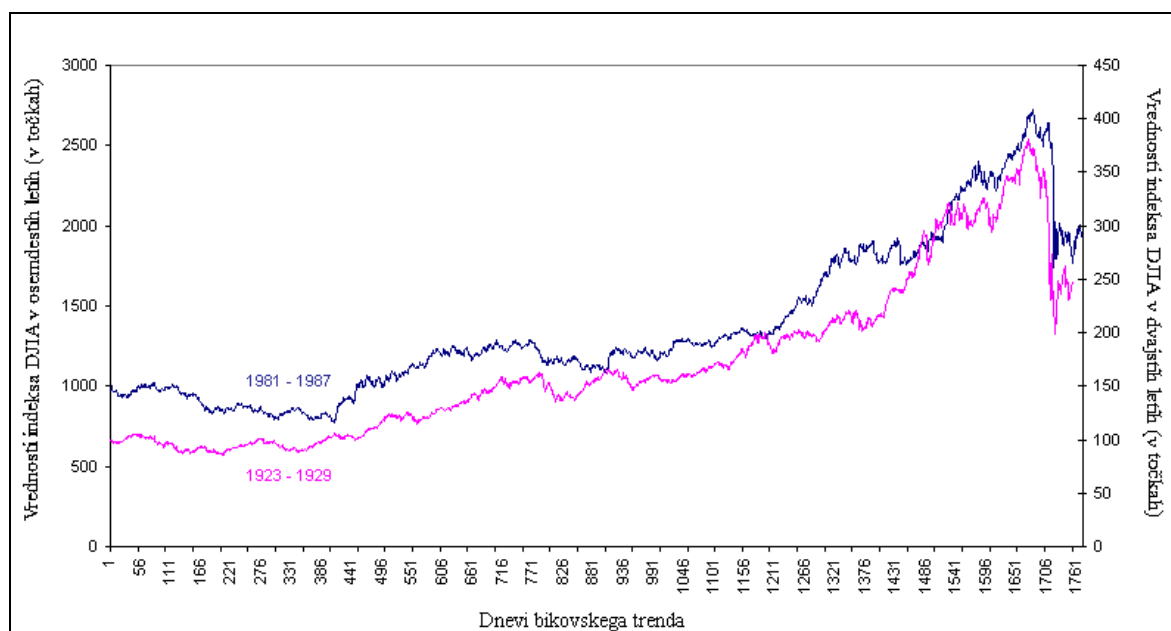
Predsedniška delovna skupina za tržne mehanizme (angl. *Presidential Task Force on Market Mechanisms*) je v svojem poročilu kot enega od vzrokov navedla tudi nelikvidnost, ki so jo povzročila nezadostna kritja na trgovalnih računih. To se je zgodilo predvsem na terminskih trgih, kjer mora vlagatelj ob sklenjeni pogodbi s klirinško hišo na svoj račun nakazati del sredstev vezanih na pogodbo. V primeru, da se vrednost njegovih pozicij zmanjša, bo prejel

obvestilo o neustreznem kritju, ki od njega zahteva, da zapre oziroma zmanjša pozicije ali nakaže na račun več sredstev. Teh obvestil je bilo 19. oktobra desetkrat več od povprečnega dne. Da bi pokrili luknje so člani klirinških hiš za dodatna sredstva zaprosili banke, ki skrbijo za poravnavo, vendar so te kmalu odgovorile, da so že prekoračile posojilne limite v ta namen. Bradyjevo poročilo ugotavlja, da so bili posredniki primorani zapreti številne pozicije, kar je predstavljalo še dodaten pritisk na borzne tečaje (Carlson, 2007, str. 12-13).

Čeprav vse omenjene razlage odgovarjajo na vprašanje, zakaj je bil padec tako silovit, pa nobena ne poda jasnega odgovora, zakaj je do njega sploh prišlo. Tako meni borzni raziskovalec John Paul Koning (b.l.), ki v svojem eseu podaja povsem drugačno razlago. Meni namreč, da bi dobro pojasnilo morale odgovoriti na naslednjih pet vprašanj:

- zakaj se je zlom zgodil 19. oktobra in ne na katerikoli drugi dan?
- zakaj se zgodil tako hitro – v enem samem dnevu in ne v roku večih tednov, mesecev?
- zakaj je bil tako silovit – 23 odstotkov?
- zakaj je zajel vse svetovne trge in ne le ameriškega?
- zakaj ni bilo pred zlomom nobene pomembne novice ali dogodka?

Slika 3: Primerjava grafov indeksa DJIA v letih 1923-1929 ter 1981-1987



Vir: J. P. Koning, *Explaining the 1987 Stock Market Crash and Potential Implications*, str. 2.

Nobena od standardnih razlag ne odgovarja na vsa vprašanja, temveč le na nekatera od njih, Koning pa je v zanimivi razlagi našel odgovor prav na vseh pet. V njegovo večletno delo posvečeno borznemu zlomu leta 1987 ga je 16 let po dogodku prisilila prav neprepričljiva razlaga zloma, ki po njegovih besedah ostaja "črna luknja" 20. stoletja. Koning je prepričan, da je zlom psihološke narave. Nekateri investitorji naj bi namreč uvideli, da se ponavlja

zgodba iz leta 1929. S primerjavo grafov je ugotovil, da cene leta 1987 skoraj povsem natančno sledijo tistim iz leta 1929. Meni, da so to ugotovili tudi številni investitorji, katere je zajel strah pred ponovnim zlomom. Tako ni naključje, da sta se oba zloma zgodila na ponedeljek, v drugi polovici meseca oktobra. Koning obrazloži, da se prekrivajo tudi vrhovi in doline na obeh grafih. Tako naj bi trg svoj vrh leta 1929 dosegel 55 dni pred zlomom, leta 1987 pa 54 dni, odstotkovno pa se ujemata tudi padca, le da je prvi trajal dva dneva, drugi pa le en dan. Njegove domneve so potrdili tudi nekateri veliki borzni igralci tistega časa, kot so na primer Paul Tudor-Jones, George Soros in Stanley Druckenmiller, ki so pravočasno uvideli paralele in rešili svoje sklade. Tudi nekateri borzni komentatorji naj bi opozarjali na sorodnosti med grafoma in s tem vlili strah v kosti številnim investitorjem. Koning, ki vzrok vidi le v človeški psihi, zaključi z naslednjimi sklepi (Koning, b.l., str. 6):

- če nihče ne bi prepoznal podobnosti med grafoma, do zloma leta 1987 ne bi prišlo.
- če se zlom leta 1929 ne bi zgodil, ga tudi leta 1987 ne bi bilo.
- če bi zlomu leta 1929 botrovale drugačne okoliščine, recimo, da bi se zgodil aprila, bi se borze tudi leta 1987 zlomile aprila.
- če bi ameriška borza leta 1929 padla le za 15 odstotkov, bi se enako zgodilo tudi 58 let kasneje.
- če bi danes paralele nakazovale, da se dogodki znova ponavljajo in nakazujejo zlom v mesecu aprilu, do zloma ne bi prišlo. Če bi bil v igri mesec oktober bi bila verjetnost zloma veliko večja.

6 ZLOM TEHNOLOŠKE BORZE NASDAQ

Po borznem zlomu leta 1987 so globalni trgi nadaljevali svoj bikovski trend. Močan vpliv na rast je imela računalniška tehnologija, ki je čedalje bolj pridobivala na pomenu. V zgodnjih devetdesetih letih je osebni računalnik postal cenovno dostopnejši in uporabniku bolj prijazen, zato se je njegova uporaba povečala tako v privatne kot poslovne namene. Pojavila so se poslovna orodja, ki so prinašala podjetjem konkurenčne prednosti. Korporacije, kot je Microsoft, so doživele ogromen uspeh, saj je skoraj vsak računalnik uporabljal njihovo programsko opremo (angl. *software*). V tem času se je računalniška industrija osredotočila predvsem na programsko opremo, ki je omogočala ekstremne marže, saj je šlo za neoprijemljivo intelektualno lastnino, največkrat zaščiteno s patenti. Strojno opremo (angl. *hardware*) je po drugi strani lahko izdeloval vsak, produkti pa so se med seboj komaj razločevali. Delnice podjetij s programsko opremo so se hitro krepile. Podjetja, ki so jih ustanavljali študentje v svojih garažah z željo postati novi Microsoft, so rasla kot gobe po dežju. Privabila so poslovne angele, ki so pripeljali podjetje na borzo in pobrali ogromne dobičke. Večina teh podjetij je nastajala v Silicijevi dolini blizu San Francisca, ki velja za

tehnološko Meko. Tehnološke delnice so kotirale na borzi Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System).

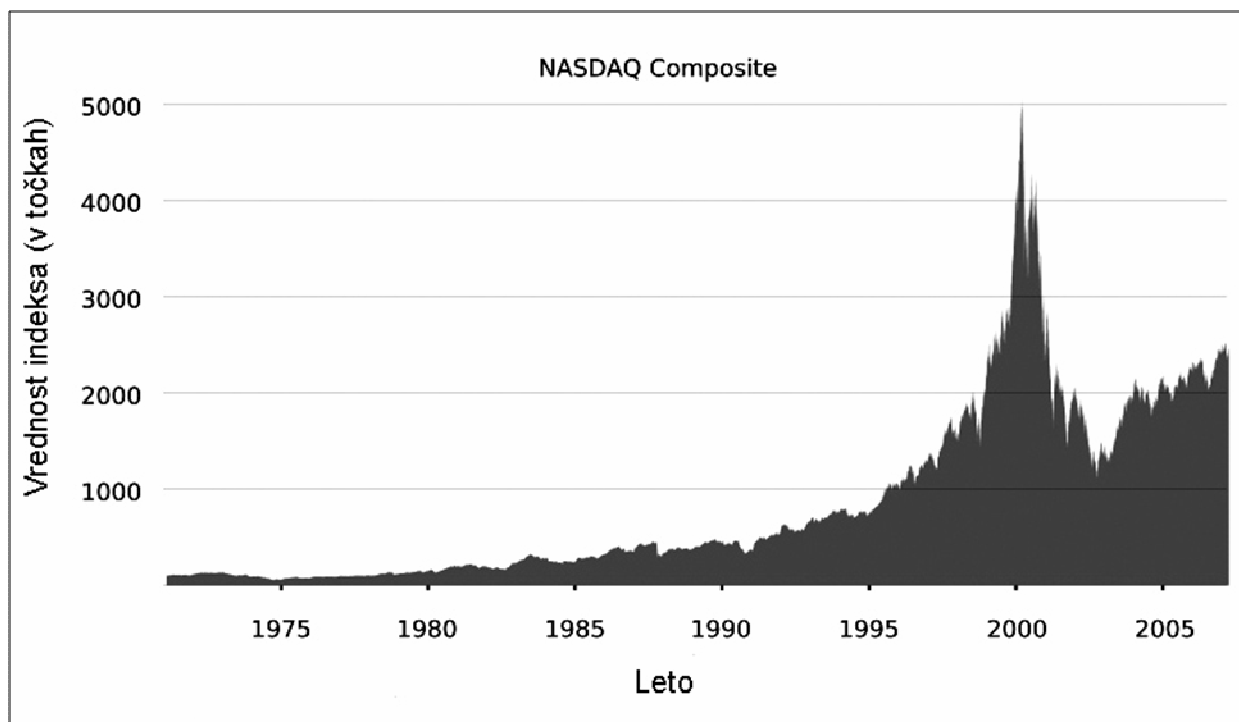
Začetki borze Nasdaq segajo v leto 1971, ko se je začelo trgovati s približno 2500 vrednostnimi papirji. S povezavo več kot 500 terminalov, ki so povezovali borzne posrednike preko mreže, je avtomatizirala trgovanje z delnicami OTC trga, tako da običajno trgovanje na parketu ni bilo več potrebno (Štor, 2002, str. 37).

Indeks Nasdaq Composite je reprezentativni indeks borze in se ga izračunava od prvega dne, 5. februarja 1971, ko so mu določili osnovo 100. Danes je v indeks vključenih več kot 3000 podjetij, ki se ukvarjajo predvsem z dejavnostmi, ki so povezane z novimi tehnologijami. Tako imajo največjo utež pri izračunavanju indeksa podjetja kot so: Microsoft, Apple, Cisco, Google, Intel, Oracle ...

Čeprav zametki **interneta** segajo že v leto 1969, ko so Američani v okviru Ministrstva za obrambo ustanovili agencijo za napredne raziskovalne projekte (DARPA), katere namen je bil zagotoviti tehnološko premoč ZDA, pa je rojstvo interneta, kot ga poznamo danes, omogočila uvedba TCP/IP protokola v začetku leta 1983. Kljub potencialu, pa internet vse do leta 1991 ni pritegnil večjih množic uporabnikov, niti ni pritegnil pozornosti medijev in gospodarstva. Leta 1991 je bila dovoljena uporaba interneta tudi v komercialne namene, a se privatni sektor ni navdušil za vlaganja vse do leta 1993. Tega leta postane internet tema več člankov v različnih tiskanih medijih. Članki so pritegnili zanimanje splošne javnosti in internet prične s svojim pohodom (Rosenfeld, 2003, str. 6-7). Podjetja uvidijo, da jim internet lahko prinese ogromne dobičke, če ga uspejo približati širši množici. Prvim uspe preboj v letu 1994 – pojavi se internetni iskalnik Yahoo, prva spletna knjigarna Amazon, leto kasneje spletna trgovina EBay ... Internet kmalu postane svetovno tržišče, lastniki spletnih podjetij pa bogataši.

Številna tehnološka podjetja začnejo s prvimi javnimi prodajami delnic (angl. *initial public offering*, v nadaljevanju tudi IPO). Te se prodajajo s premijami, lastniki pa čez noč postanejo milijonarji. Število IPO-jev je iz leta v leto naraščalo, ljudje pa so v prepričanju, da gre za "novo ekonomijo", kjer so borzni zlomi nemogoči, hlastali za delnicami. Milijone dolarjev so vlagali v družbe, ki sploh še niso izkazovale nobenih dobičkov. Delnice so postajale nesramno drage, a bolj ko se je balon napihoval, bolj vneto so investitorji pihali vanj. Precenjenost so nakazovali vsi temeljni kazalniki vrednotenja, a so investitorji, tudi profesionalni, vedno znova našli argumente, ki so utemeljevali takšna vrednotenja. Argumenti kot so: »tokrat je drugače, gre za novo dobo,« so bili vse prej kot profesionalni. Akademike, ki so opozarjali na napihovanje balona so imeli za bedake. Od leta 1996 do 2000 se je vrednost borznega indeksa Nasdaq povišala za petkrat. Samo v letu 1999 je bilo 457 prvih javnih prodaj (večinoma tehnoloških podjetij), kar 117 podjetij pa je že prvi dan trgovanja podvojilo svojo vrednost delnic.

Slika 4: Zgodovinski graf borznega indeksa NASDAQ Composite



Vir: Wikipedia, 2008.

Od leta 1999 do prve polovice leta 2000 je Fed šestkrat povišal obrestno mero, pri čemer je hitro razvijajoče se gospodarstvo začelo izgubljati hitrost. V začetku leta 2000 se je na borzne trge vrnila realnost. Vlagatelji so kmalu spoznali, da so "pika com" sanje v resnici borzni balon. Indeks Nasdaq je dosegel svojo najvišjo vrednost 10. marca 2000 (5048,62 točk), že aprila pa je sledil strm padec. V nekaj mesecih je indeks izgubil tri tisoč točk, dno pa je dosegel oktobra 2002, ko je od vrha izgubil 78 odstotkov svoje vrednosti. Kot primer lahko navedem, da je delnica podjetja Microstrategy z vrednosti 3500 ameriških dolarjev padla na štiri dolarje. Gospodarstvo je zašlo v recesijo. Številna podjetja so izginila iz zemljevida s takšno hitrostjo, kot so se na njem pojavila. Ljudje so ostali brez služb, nekateri pa tudi brez življenjskih prihrankov.

6.1 Kaj pravijo strokovnjaki?

Dogajanje na tehnološki borzi ob koncu prejšnjega stoletja lahko povežemo s Kindlebergerjevo teorijo o špekulativnih balonih. Gospodarstvo sprva doživi šok, ki ga povzroči neka novost ali izum; v tem primeru nova tehnologija, predvsem internet. Delnice povezane s tehnologijo poskočijo in pritegnejo pozornost mnogih investitorjev, tudi neveščih trgovanja z vrednostnimi papirji. Nizke obrestne mere še podkurijo rast, višje cene pa privabljajo željne zaslužkov. Ko cene zrastejo do nevzdržnih ravni in se kupci utrudijo borzni balon počí. Ta interpretacija tehnološkega balona, kjer ljudje izgubijo razum v želji po velikih

zaslužkih, je široko sprejeta, a podobno kot pri ostalih zgodovinskih primerih številna vprašanja ostajajo odprta.

Največ prahu med strokovnjaki, ki iščejo odgovore, so dvignile prve javne prodaje delnic. Smith (2004, str. 304) ugotavlja, da je pri prvih javnih prodajah prihajalo do umetno ustvarjenega pomanjkanja ponudbe, saj je večina majhnih tehnoloških podjetij na trgu ponudilo le nekaj odstotkov svojih delnic.

Leta 1996 je povprečni donos prvega dne po javni prodaji znašal 17 odstotkov, leta 1999 kar 73 odstotkov, leta 2000 pa 54 odstotkov. Delnice zgolj internetnih podjetij so v letih 1999 in 2000 prvi dan beležile povprečno kar 89 odstotno povečanje vrednosti. Ti podatki se močno razlikujejo od tistih iz prejšnjih obdobij ter predstavljajo glavno značilnost tehnološkega balona (Ljungqvist & Wilhelm, 2003, str. 723).

Cene delnic ob prvi javni prodaji so bile običajno postavljene zelo nizko. Demersova in Lewellenova (2003) menita, da ne po naključju. Šlo naj bi za premišljeno marketinško potezo. Ustanovitelji podjetij in lastniki tveganega kapitala vloženega v podjetja so namerno del svojih sredstev ponudili po izjemno nizki ceni, saj so bili visoki skoki prvi dan trgovanja medijsko odmevni. Izpostavljenost v medijih je za majhna internetna podjetja pomenila odlično reklamo, večji obisk njihovih spletnih strani in posledično večji tržni delež. Ker so lastniki prodali le majhen delež podjetja, se je njihova vrednost preostanka močno zvišala. Tako je šlo pri prvih korakih večine internetnih podjetij za iznajdljivost lastnikov.

Smith (2004) ter Ljungqvist in Wilhelm (2003) navajajo še eno nezanemarljivo dejstvo, ki je napihovalo internetni balon. Tržni analitiki velikih investicijskih bank, ki svetujejo svojim strankam, so se znašli v veliki dilemi. Investicijske banke namreč posredujejo pri prvih izdajah delnic in pobirajo provizijo za svoje delo. Pri več izdajah kot sodelujejo, več dobička si lahko obetajo. Ko so banke spredvidele, da vse več tehnoloških podjetij želi izdati delnice, so njihovi analitiki začeli objavljati optimistične napovedi za ta podjetja. Smiselno je, da podjetje, ki želi izdati delnice, tega ne bi storilo pri investicijski banki, ki bi podjetju napovedovalo črno prihodnost. To so počeli tudi nekateri priznani analitiki, čeprav so s tem na kocko postavili svoj ugled. Nakupna priporočila so prekašala prodajna, kar je še dodatno povečalo navdušenje vlagateljev za tehnološke delnice.

Ofek in Richardson (2003) vzrok za ekstremno rast tehnoloških delnic najdeta v nezmožnosti prodaj na kratko s strani investorjev, ki niso verjeli zgodbi o "novi ekonomiji". Prodajalec na kratko stavi na padec borznega tečaja določene delnice. Delnico si sposodi in jo proda v upanju, da jo bo kasneje lahko kupil nazaj po nižji ceni. Ker je bila količina delnic tehnoloških podjetij majhna, optimističnih vlagateljev pa več kot pesimističnih, slednji niso mogli priti na svoj račun. Delnic za prodajo na kratko si preprosto ni bilo mogoče izposoditi. Avtorja ugotavljata, da so številne delnice ob prvih javnih prodajah pokupile osebe z

dostopom do notranjih informacij ter skladi tveganega kapitala, ki so ob nakupu podpisali dogovor, da delnic določeno obdobje ne smejo prodati. V svoji raziskavi navajata, da je ravno konec leta 1999 in v začetku leta 2000 poteklo največ rokov, po katerem so lastniki lahko začeli prosto prodajati delnice (angl. *lockup expiration*). Ponudba se je nenadoma močno povečala, kar je povzročilo pritisk na cene delnic. Zaradi povečane ponudbe so si tudi prodajalci na kratko lažje sposojali delnice. Umetno ustvarjeno neravnotežje med ponudbo in povpraševanjem, ki je povzročilo napihovanje balona, je izginilo, slednji pa je pod lastno težo počil.

DeLong in Summers (2001) menita, da so si mnogi vlagatelji učinek nove ekonomije narobe predstavljali. Živahna rast delnic je temeljila na prepričanju, da je tehnološki razvoj ustvaril množico trgov, delujočih po načelu "zmagovalec pobere vse" in na ekonomiji obsega temelječih prednostih. Po tej teoriji bi podjetja, ki bi si priborila vodilne deleže na trgu, dosegala ogromne dobičke. Toda rastoča donosnost proizvodnje velikega obsega in trgi po načelu "zmagovalec pobere vse" niso niti edina niti primarna posledica informacijsko-tehnološke revolucije. Najmanj enako je namreč verjetno, da so računalniške in komunikacijske inovacije prijateljice konkurence, saj odstranjujejo trenja, ki so prej skoraj vsakemu proizvajalcu omogočala nekaj monopolne moči. Tehnološki zlom je bil tako posledica spoznanja vlagateljev, da večini panog in podjetjem nova ekonomija kljub doseženim položajem na trgu, verjetno ne bo prinesla enormnih dobičkov, temveč večjo konkurenco in nižje marže. Sodobne računalniške in komunikacijske tehnologije namreč omogočajo, da je distribucija konkurenčnega izdelka preprosto prelahka in prepoceni. To je za porabnike sicer dobro, za lastnike delnic pa ne.

Nekateri strokovnjaki med vzroki omenjajo še postopno zviševanje obrestnih mer ameriških zveznih rezerv in velike prodaje vzajemnih skladov. Alan Greenspan je med leti 1997 in 2000 kar petkrat zvišal obrestno mero, ki se je gibala med 4,75 in 6,50 odstotki, vzajemni skladi, kot eni največjih igralcev na borznih trgih, pa s svojimi odločitvami lahko vplivajo na gibanje tečajev (Štor, 2002, str. 38-39). Vendar nisem našel veliko primerov, ki bi tema dvema dejavnikoma pripisovali veliko težo. Obrestna mera je znašala 5,50 odstotka že marca 1997, kar je le 0,25 odstotne točke manj kot ob zadnjem popravku pred vrhom 10. marca 2000. Tudi vsak naslednji trgovalni dan po zvišanju obrestne mere v obdobju pred zlomom se je vrednost indeksa povečala, kar ne nakazuje, da bi imela novica o povišanju obrestne mere drastično negativen vpliv. Tudi prodaje vzajemnih skladov so prav gotovo prilile olje na ogenj, vendar ne morejo biti vzrok za napihnjen balon, lahko le pospešijo pot cen navzdol.

Zanimive so nekatere raziskave o mnenju vlagateljev pred pokom balona. Fisher in Statman (2002, str. 53) ugotavljata, da so se mali vlagatelji ob prelomu tisočletja zavedali, da je trg preценjen, a so pričakovali, da se bo balon napihoval še naprej. Nasprotno so bili institucionalni vlagatelji mnenja, da se bo balon razpočil.

Tudi raziskava, ki so jo izvedli Rainie, Spooner, Kalsnes in Nof (2001, str. 5) razkriva, da je 67 odstotkov vseh Američanov slišalo za finančne težave internetnih podjetij pred zlomom. Večina, kar 71 odstotkov ljudi, ki so bili seznanjeni z dogajanjem na tehnološki borzi, za zlom krivi hitrih zaslužkov željne vlagatelje. Več kot polovica (55 %) vprašanih meni, da je razlog v slabih poslovnih načrtih podjetij, dobra tretjina (36 %) pa se strinja, da so glavni vzrok mladi in neizkušeni menedžerji.

7 PREGLED VZROKOV BORZNIH BALONOV

V tabeli 2 so zbrani glavni vzroki za nastanek borznih balonov, ki jih v proučevanih delih navajajo strokovnjaki. Oznaka "da" pri določenem borznem zlomu v tabeli pomeni, da je bil vzrok prisoten, medtem ko oznaka "ne" pomeni, da vzrok ni bil prisoten, zato ni imel vpliva na napihovanje določenega balona. Oznaka "delno" pomeni, da je bil vzrok sicer prisoten, vendar ni imel poglobitve vloge pri nastajanju borznega balona, oziroma je nanj vplival posredno.

Tabela 2: Prisotnost najpogostejših vzrokov za borzne balone pri proučevanih borznih zlomih

zlo vzroki	tulipo- manija	podjetje South Sea	podjetje Mississi- ppi	borzni zlom 1929	borzni zlom 1987	tehnološki zlom
špekulacije, psihologija množic	da	da	da	da	da	da
spremembe zakonodaje; spremenjena pravila trgovanja	da (nizozemski župani spremenijo terminske pogodbe v opcijske)	da (Bubble Act; koncesije za trgovinske dejavnosti)	delno (koncesije za trgovinske dejavnosti)	da (Smoot- Hawleyjeva uvedba carin)	da (ukinitve davčnih olajšav; računalni- ško podrtje trgovanje)	ne
monetarna politika, vloga centralne banke	ne	delno	delno (vodil jo je Law sam)	da (davki, uvedba carin, obrestne mere ...)	ne	delno (obrestne mere)

se nadaljuje

nadaljevanje

zloми vzroki	tulipo- manija	podjetje South Sea	podjetje Mississi- ppi	borzni zlom 1929	borzni zlom 1987	tehnološki zlom
nove izdaje delnic	ne	da	da	ne	ne	da
kupovanje na kredit	ne	delno	delno	da	ne	ne
prevrednotena priložnost, novost na trgu	ne	da	da	da	ne	da
neizkoriščen potencial podjetij	ne	da	da	ne	ne	ne
porušeno ravnovesje med ponudbo in povpraševanjem	da (ponudba redkih vrst ni zadovoljila povpraše- vanja)	ne	ne	da (zaradi neenako- merne porazdelitve bogastva)	da (navidezno porušenje ob tehnični napaki)	da (umetno ustvarjeno pomanjkanje ponudbe)
zavajanje, prevara, osebno okoriščanje	delno (župani so spremenili zakon zaradi osebnih koristi)	da	delno	delno (propad Hatryjevega imperija zaradi goljufij)	ne	delno (optimistične napovedi investicij- skih bank; nizke cene prvih javnih prodaj delnic)
vojaške operacije	delno (izpad nemškega povpraševa- nja po vojni s Švedi)	delno (vojna med Španijo in Anglijo)	ne	ne	da (napeti odnosi med ZDA in Iranom)	ne

Vir: Lastna izdelava.

SKLEP

Čeprav v borznih krogih velja prepričanje, da se zgodovina ponavlja, se je smiselno vprašati predvsem, kaj nas zgodovina lahko nauči. Borzne balone in borzne zlome se v ekonomskih krogih smatra za negativne pojave, ki lahko resno ogrozijo ekonomsko aktivnost svetovnega gospodarstva. To pomeni, da obstaja težnja, da do njih sploh ne bi prišlo, a vsakič znova pride.

Če bi se borzni baloni skozi zgodovino ponavljali po istem kopitu, če bi bili vzroki vedno enaki in lahko prepoznavni, potem bi napihovanje balonov lahko preprečili že v samem začetku. Vendar je prvi zaključek, ki ga na podlagi pričujočega dela lahko potegnem ta, da temu ni tako. Ne le, da je vzroke in posledično borzne zlome vnaprej nemogoče natančno predvideti, temveč jih je v mnogih primerih tudi težko pojasniti. Strokovnjaki z borznega področja se do danes namreč niso zedinili, kaj je tisti glavni razlog pri določenem zlomu, ki pahne borzne tečaje v prepad. Bržkone bo najbrž držalo, da nihče nima povsem prav, ter da je končni rezultat splet večih dejavnikov, ki sočasno združijo moči.

Ugotovim lahko, da se mnenja strokovnjakov, ki so raziskovali borzna dogajanja že pred mnogimi leti in mnenja sodobnih raziskovalcev bistveno razlikujejo. Do tega dognanja pridem na podlagi prvih zlomov, ki segajo daleč v zgodovino. Tradicionalna razlaga takratnih dogodkov je jasna. Neracionalno obnašanje, norost, evforija, manija, pohlep, izguba zdrave pameti in podobna stanja borznih igralcev so edini krivci za zlome borz in prvih ekonomskih kriz, ki naj bi jih povzročili. Sodobne študije iščejo nove in nove dokaze, ki bi upravičili takšno obnašanje. Zaradi premalo ohranjenih podatkov iz tistega časa mnogi menijo, da je zadevi nemogoče priti do dna. Nekateri so šli tako daleč, da so prve zlome označili za delno izmišljene, njihove posledice pa za pretirane.

Ni sporno, da so borzni vlagatelji tisti, ki povzročijo evforijo ali paniko, poraja pa se vprašanje, ali so njihove reakcije racionalne ali pretirane. Meje ni tako preprosto določiti. Težko je tudi določiti, kakšen razkorak nastane med tržno vrednostjo in notranjo vrednostjo sredstva, ko se na trgu pojavi neka novost, izum. Tako je pojav interneta zameglil pričakovanja o tem, kakšna prihodnost nas čaka. Podobno se je zgodilo v dvajsetih letih prejšnjega stoletja s pojavom "nove industrije".

Centralne banke so že dokazale, da je vsak borzni zlom poučen. To je vidno predvsem pri blaženju posledic, ki pri zlomih, po tistem v letu 1929, niso bile več tako katastrofalne. Povzel bi lahko, da je lažje obvladati nastalo paniko, kot jo predvideti in preprečiti v samem začetku.

Vendar pa zgodovina ne sme imeti prevelikega vpliva na vlagatelje. V prepričanju, da se zgodovina ponavlja, lahko marsikdo reagira preveč panično. Zgodovina naj bo vodilo in ne

pravilo. Vsak borzni zlom je namreč svoja zgodba, postavljena v svoj čas in v različne okoliščine.

Za konec naj še omenim, da bo na kapitalskih trgih tudi v prihodnosti prišlo do novih zlomov. Razvojnih šokov, novih odkritij na eni in političnih napetosti, terorističnih napadov, vojnih operacij, gospodarskega kriminala na drugi strani se preprosto ne da preprečiti, podobno kot ne pretiranih reakcij investorjev na takšne in podobne dogodke.

LITERATURA IN VIRI

1. Arestis, P., Baddeley, M. & McCombie, J. (2001). What global economic crisis? V M. Baddeley & J. McCombie (ur.), *An historical perspective on speculative bubbles and financial crises: tulipmania and the South Sea bubble* (str. 219-243). Basingstoke: Palgrave.
2. Baigent, G. G. & Massaro, V. G. (2005). Derivatives and the 1987 Market Crash. *Management Research News*, 28 (1), 94-105.
3. Bartlett, B. (1999, 29. oktober). What Caused The '29 Crash And Great Depression?. *The National Center for Policy Analysis*. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.ncpa.org/oped/bartlett/oct2999.html>.
4. Baddeley, M., & McCombie, J. (2001). An historical perspective on speculative bubbles and financial crises: tulipmania and the South Sea bubble. V P. Arestis, M. Baddeley & J. McCombie (ur.), *What global economic crisis?* (str. 219-243). Basingstoke: Palgrave.
5. Bierman Jr., H. (1999). The Reasons Stocks Crashed in 1929. *Journal of Investing*, 8 (1), 11-19.
6. Bierman Jr., H. (2008, 26. marec). The 1929 Stock Market Crash. *EH.Net Encyclopedia*. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://eh.net/encyclopedia/article/Bierman.Crash>.
7. Bubbles over the years. (1999). *World Link*, 12 (2), 48-49.
8. Cargill, T. H. & Mayer, T. (1998, avgust). The Great Depression and History Textbooks. *The History Teacher*, 31 (4). Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.fte.org/teachers/readings.htm>.
9. Carlson, M. (2007, april). A brief history of the 1987 stock market crash with a discussion of the Federal Reserve response. *Board of Governors of the Federal Reserve System FEDS Working Paper No. 2007-13*. Najdeno 17. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713abs.html>.
10. Craig, B. (2001, 15. oktober). Bubble, Toil, and Trouble. *Economic Commentary*, 1-4.
11. Čas, M. & Rotar, T. (1994). *Borzni izrazi: s trojezičnim slovarjem*. Maribor: Kapital.
12. DeLong, J. B. & Summers, L. H. (2001). The 'New Economy': Background, Historical Perspective, Questions, and Speculations. *Economic Review*, 86 (4), 29-60.
13. Demers, E. & Lewellen, K. (2003). The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics*, 68 (3), 413-437.
14. Farrell, C. (2000, 29. maj). Is 'irrational' exuberance perfectly rational?. *Business Week*, str. 172-172.
15. Fisher, K. L. & Statman, M. (2002). Blowing Bubbles. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3 (1), 53-65.
16. French, D. (2006). The Dutch monetary envirement during tulipmania. *The quarterly journal of austrian economics*, 9 (1), 3-14.
17. Galbraith, J. K. (1988). *The Great Crash*. Boston: Houghton Mifflin Company.

18. Goldgar, A. (2007). Flower power tulipmania: An overblown crisis? *History Today*, 57 (6).
19. Gray, K. R., Frieder, L. A. & Clark Jr., G. W. (2007). Financial Bubbles and Business Scandals in History. *Intl Journal of Public Administration*, 30, 859-888.
20. Gross, D. (2004, 16. julij). Bulb Bubble Trouble. *Slate*. Najdeno 6. marca 2008 na spletnem naslovu: <http://www.slate.com/id/2103985>.
21. Gusmorino, P. A. III. (1996, 13. maj). Main Causes of the Great Depression. *Gusmorino World*. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.gusmorino.com/pag3/greatdepression/index.html>.
22. Hart, S. & Tauman, Y. (2004). Market Crashes without External Shocks. *Journal of Business*, 77 (1), 1-8.
23. Kocbek, M. (1999). *Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe-pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe*. Ljubljana: Pravniki.
24. Koning, J. P. (b.l.). *Explaining the 1987 Stock Market Crash and Potential Implications*. Najdeno 17. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.lope.ca/markets/1987crash/1987crash.pdf>.
25. Kostolany, A. (2002). *Borzna psihologija*. Ljubljana: Soleco.
26. Kuper, S. (2007, 12. maj). Petal power. *Financial Times*. Najdeno 6. maja na spletnem naslovu: <http://www.ft.com/cms/s/0/50e2255e-0025-11dc-8c98-000b5df10621.html>.
27. Ljungqvist, A. & Wilhelm Jr., W. J. (2003). IPO Pricing in the Dot-com Bubble. *The Journal of Finance*, 58 (2), 723-752.
28. Morgan, M. (2006). The historical continuum of financial illusion. *American Economist*, 40 (1), 79-92.
29. Mullineux, A. W. (1990). *Business cycles and financial crises*. New York: Harvester Wheatsheaf.
30. Neal, L. & Weidenmier, M. (2002). Crises in The Global Economy from Tulips to Today: Contagion and consequences. *NBER Working Papers*, (9147), National Bureau of Economic Research.
31. Ofek, E. & Richardson, M. (2003). DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1113-1137.
32. Paul, H. J. (2004). The South Sea Company's Slaving Activities. *Economic History Society Annual Conference*. London: Royal Holloway, University of London.
33. Rainie, L., Spooner, T., Kalsnes, B. & Nof, S. (2001). The dot-com meltdown and the Web. *Pew Internet & American Life Project*. Najdeno 27. junija 2008 na spletnem naslovu: http://www.pewinternet.org/report_display.asp?r=48.
34. Reed, L. W. (1998). Great Myths of the Great Depression. *Mackinac Center for Public Policy*. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.mackinac.org/article.aspx?ID=4013>.
35. Rees, M. (2007). The Hunt for Black October. *The American: A Magazine of Ideas*, 1 (6), 46-110.

36. Rosenfeld, G. (2003). *20 let interneta - penetracija interneta*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
37. Rowland, I. D. (2008, 28. maj). Bulbs and bubbles. *New Republic*, 238 (9), 45-74.
38. Shiller, R. J. (1990). *Market volatility*. London: MIT Press.
39. Smith, B. M. (2004). *A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley*. Chicago: University of Chicago.
40. Sterle, Z. A. (2002). *Trgovanje na finančnih trgih na osnovi notranjih informacij* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Stock Market Crash, The History of Financial Train Wrecks. Najdeno 28. oktobra 2007 na spletnem naslovu: <http://www.stock-market-crash.net>.
42. Štor, M. (2002). *Največje ekonomske krize in njihov vpliv na svetovne kapitalske trge* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Temin, P. & Voth, H-J. (2004). Riding the South Sea Bubble. *American Economic Review*, 94 (5), 1654-1668.
44. Thompson, E. A. (2007). The tulipmania: Fact or artifact?. *Public Choice*, 130 (1), 99-114.
45. Toporowski, J. (1993). *The economics of financial markets and the 1987 crash*. Aldershot: Edward Elgar.
46. Vines, S. (2005). *Market panic: wild gyrations, risks and opportunities in stock markets*. Chichester: Wiley.
47. Wikipedia, The Free Encyclopedia. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://en.wikipedia.org/wiki>.